

TENDANCES DES MARCHÉS DES CAPITAUX

71

NOVEMBRE 1998

TENDANCES DES MARCHÉS DES CAPITAUX

71

NOVEMBRE 1998

ORGANISATION DE COOPÉRATION ET DE DÉVELOPPEMENT ÉCONOMIQUES

TENDANCES DES MARCHÉS DES CAPITAUX

Cette publication fait le point trois fois par an – en février, juin et novembre – des tendances et des perspectives du marché international et des principaux marchés nationaux de capitaux de la zone OCDE. Chaque numéro contient un commentaire complet, avec statistiques et graphiques, de l'évolution de la situation dans le domaine des eurocrédits consortiaux à moyen terme, des euro-obligations et des émissions d'emprunts obligataires étrangers de type classique ; il passe également en revue les tendances monétaires et financières dans les principaux pays Membres de l'OCDE.

En complément de ces analyses, statistiques et graphiques éclairant la situation du moment, *Tendances des marchés des capitaux* contient de temps à autre des études spéciales sur des sujets financiers à l'ordre du jour ou sur l'évolution à plus long terme de secteurs particuliers du marché national ou des principaux marchés nationaux de capitaux.

Avertissement

Le bulletin *Tendances des marchés des capitaux* est publié sous la responsabilité du Secrétaire général. Les vues qu'il contient ne sont pas nécessairement celles de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques et ne l'engagent pas.

Les demandes de renseignements sur ce bulletin peuvent être adressées à la Division des Affaires financières de la Direction des Affaires Financières, Fiscales et des Entreprises de l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (tél. : 01 45 24 91 06, 01 45 24 15 34 et 01 45 24 79 90).

*
* *

En vertu de l'article 1^{er} de la Convention signée le 14 décembre 1960, à Paris, et entrée en vigueur le 30 septembre 1961, l'Organisation de Coopération et de Développement Économiques (OCDE) a pour objectif de promouvoir des politiques visant :

- à réaliser la plus forte expansion de l'économie et de l'emploi et une progression du niveau de vie dans les pays Membres, tout en maintenant la stabilité financière, et à contribuer ainsi au développement de l'économie mondiale ;
- à contribuer à une saine expansion économique dans les pays Membres, ainsi que les pays non membres, en voie de développement économique ;
- à contribuer à l'expansion du commerce mondial sur une base multilatérale et non discriminatoire conformément aux obligations internationales.

Les pays Membres originaires de l'OCDE sont : l'Allemagne, l'Autriche, la Belgique, le Canada, le Danemark, l'Espagne, les États-Unis, la France, la Grèce, l'Irlande, l'Islande, l'Italie, le Luxembourg, la Norvège, les Pays-Bas, le Portugal, le Royaume-Uni, la Suède, la Suisse et la Turquie. Les pays suivants sont ultérieurement devenus Membres par adhésion aux dates indiquées ci-après : le Japon (28 avril 1964), la Finlande (28 janvier 1969), l'Australie (7 juin 1971), la Nouvelle-Zélande (29 mai 1973), le Mexique (18 mai 1994), la République tchèque (21 décembre 1995), la Hongrie (7 mai 1996), la Pologne (22 novembre 1996) et la Corée (12 décembre 1996). La Commission des Communautés européennes participe aux travaux de l'OCDE (article 13 de la Convention de l'OCDE).

© OCDE 1998

Les permissions de reproduction partielle à usage non commercial ou destinée à une formation doivent être adressées au Centre français d'exploitation du droit de copie (CFC), 20, rue des Grands-Augustins, 75006 Paris, France, Tél. (33-1) 44 07 47 70, Fax (33-1) 46 34 67 19, pour tous les pays à l'exception des États-Unis. Aux États-Unis, l'autorisation doit être obtenue du Copyright Clearance Center, Service Client, (508)750-8400, 222 Rosewood Drive, Danvers, MA 01923 USA, or CCC Online : <http://www.copyright.com/>. Toute autre demande d'autorisation de reproduction ou de traduction totale ou partielle de cette publication doit être adressée aux Éditions de l'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 Paris Cedex 16, France.

Avant-propos

Dans le numéro précédent de *Tendances des marchés des capitaux*, nous avons introduit un changement éditorial. Pour mieux suivre l'évolution continue des marchés, la Direction des affaires financières, fiscales et des entreprises de l'OCDE a récemment procédé à une évaluation des données pertinentes disponibles. Nous avons ainsi décidé de ne plus donner suite à la série de données de l'OCDE relative aux opérations sur les marchés internationaux.

Le contenu de *Tendances des marchés des capitaux* fera une plus large part aux aspects qui correspondent mieux à l'avantage comparatif de l'OCDE. D'une part, l'étude analytique des évolutions actuelles des marchés financiers internationaux et nationaux sera améliorée, et l'analyse des principales tendances sera plus poussée, mettant l'accent sur les secteurs qui ont connu d'importants changements. Parallèlement, l'étude des évolutions structurelles et réglementaires sera davantage développée, de même que l'analyse des nouvelles statistiques financières produites par l'OCDE. Le présent numéro contient des articles sur les thèmes suivants :

- Évolution structurelle et réglementaire dans les pays de l'OCDE – France, Allemagne, Italie, Japon et Corée.
- Les conséquences du vieillissement des populations pour les marchés internationaux de capitaux.
- Questions relatives à la réglementation des régimes de pension privés.
- Le développement des marchés de capitaux en Asie centrale.
- Investissement direct étranger : Enquête sur l'application des normes méthodologiques.
- Nouvelles statistiques financières : Rentabilité des banques.

Nous espérons sincèrement que la nouvelle mouture de *Tendances des marchés des capitaux* correspondra mieux à vos besoins et vous fournira désormais systématiquement des informations et des analyses actuelles et précises. Vos observations et suggestions peuvent être adressées directement à Hans Blommestein, Chef de la Division des affaires financières (e-mail : Hans.Blommestein@oecd.org).

Table des matières

Évolutions récentes des marchés de capitaux : faits saillants	7
Évolution structurelle et réglementaire dans les pays de l'OCDE	19
I. France	19
A. Dispositions relatives à l'adoption de l'euro	19
B. Modification du régime de l'appel public à l'épargne	19
C. Modification de la gestion de fond pour le compte de tiers	20
D. Rachat d'actions	20
II. Allemagne	21
Changements récents de la réglementation financière	21
A. Les lois adoptées par le Parlement allemand concernant les marchés financiers :	21
La loi KonTraG.....	23
Le contrôle et la transparence dans le secteur des entreprises (KonTraG)	23
A. La réforme du gouvernement d'entreprise en Allemagne	23
III. Italie	28
La loi italienne sur les marchés financiers et les services d'investissement.....	28
A. Surveillance	29
B. Les sociétés de gestion des actifs : La notion de gestionnaire unique et l'augmentation de la gamme des activités des OPCVM	32
C. La réforme de la bourse et des marchés réglementés	34
D. Liberté d'établissement et prestation transfrontière de services par les sociétés d'investissement européennes ; accès des sociétés ne faisant pas partie de l'Union européenne	36
E. Les nouvelles réglementations relatives au gouvernement d'entreprise	37
F. Le conseil syndical et les droits des actionnaires minoritaires	39
IV. Japon	41
Revitalisation du système financier	41
A. Mise en place de procédures d'intervention auprès des institutions financières en difficulté	41
B. Adoption de mesures immédiates de renforcement du système financier ...	43
C. Promotion de la revitalisation du système financier	45
V. Corée	45
A. Le secteur bancaire	46
B. Institutions financières non bancaires	48
C. Support budgétaire pour la restructuration financière	49
D. Libéralisation des marchés de capitaux	50
Notes	52
Préserver la prospérité dans une société vieillissante	53
Les conséquences du vieillissement des populations pour les marchés internationaux de capitaux	55
Introduction	55
I. Les conséquences de la croissance rapide des organismes de retraite	55

A. Évolution récente des organismes de retraite	55
B. Les conséquences de la croissance des organismes de retraite	58
II. Principaux enjeux et défis	59
A. Pressions à la hausse sur le prix des actifs financiers	59
B. Volatilité et stabilité des marchés financiers	60
C. Risque de solvabilité et intervention de l'État	61
D. Nécessité de comparer les avantages et les risques des investissements sur les marchés émergents	61
III. Conséquences pour l'action des pouvoirs publics	62
Notes	66
Sécurité financière des régimes privés (partie II)	71
Introduction	71
I. Risques liés aux régimes privés	71
II. Politiques réglementaires	75
A. Agrément	77
B. Séparation des actifs	78
C. Règles de provisionnement minimum	79
D. Capitaux propres	88
E. Méthodes de calcul	89
F. Contrôle	94
G. Investissement	105
H. Assurance insolvabilité	112
I. Information aux bénéficiaires	119
J. Aspects fiscaux	121
Annexe I	128
Annexe II	131
Annexe III	137
Annexe IV	138
Annexe V	139
Annexe VI	141
Bibliographie sélective	142
Notes	146
Le développement des marchés de capitaux en Asie centrale	149
Introduction	149
Azerbaïdjan	150
Ouzbékistan	162
Problèmes, interrogations et éléments de réponse	177
Conclusion	185
Notes	188
Investissement direct étranger : enquête sur l'application des normes méthodologiques	191
Introduction	191
L'objet de l'enquête	192
Organisation de l'enquête et réponses	193
Principales conclusions	194
Notes	200
Nouvelles statistiques financières	201
Index des études spéciales publiées récemment	213

Achévé de rédiger fin novembre 1998

Légendes :

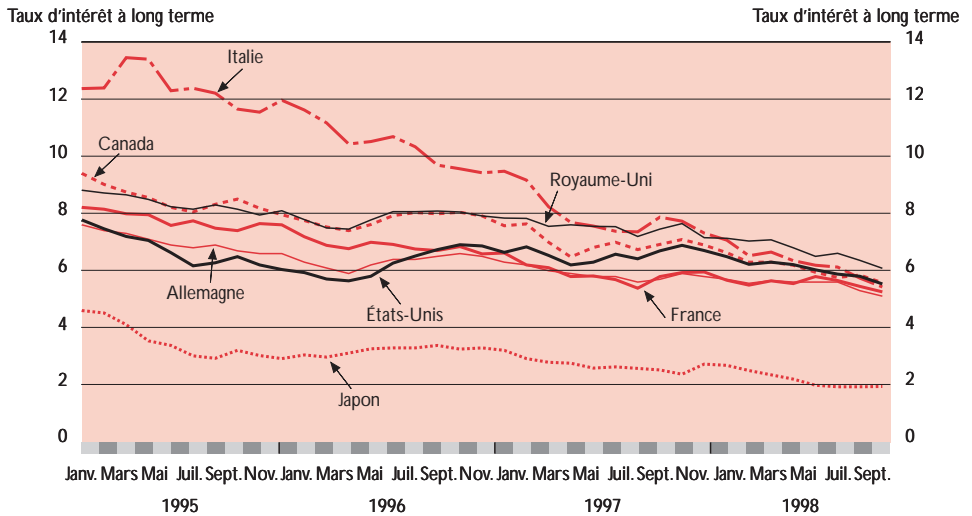
.. Donnée non disponible \$ dollar des États-Unis

– Néant

Évolutions récentes des marchés de capitaux : faits saillants

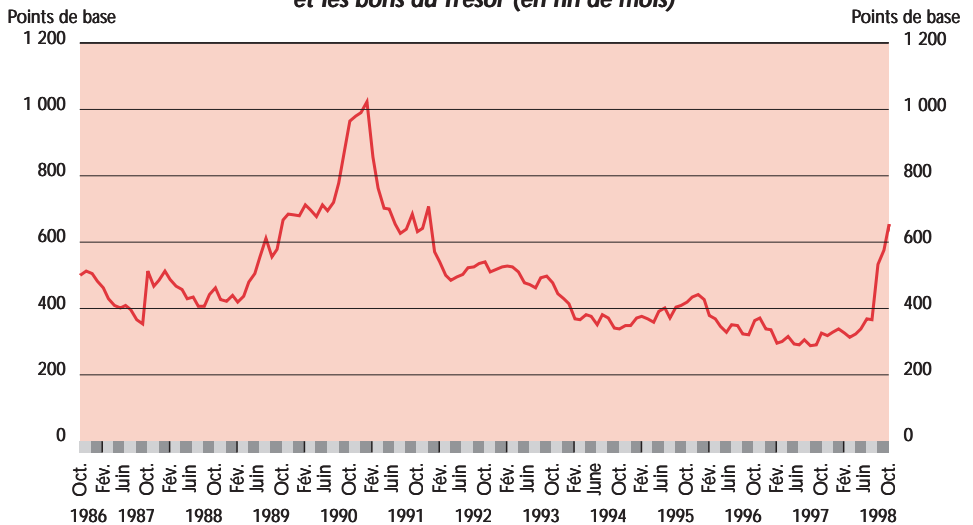
En début d'année, l'environnement des marchés internationaux de capitaux avait montré quelques signes de stabilisation, mais vers le milieu de l'été de nouvelles turbulences ont touché la Russie et, dans une moindre mesure, d'autres pays d'Europe de l'est ainsi que d'Amérique latine. Le moratoire de la dette et le défaut de paiement effectif de la Russie ont entraîné un spectaculaire changement d'attitude des investisseurs à l'égard du risque, provoquant un repli sur la qualité, suivi finalement d'une préférence presque sans précédent pour la liquidité. Les pertes subies sur les marchés russes et l'accroissement considérable des primes de risque ont déclenché des vagues successives de ventes d'actifs des marchés émergents. Les premiers temps, le repli généralisé sur la qualité a favorisé les fonds d'État des pays de l'OCDE, contribuant à abaisser les taux d'intérêt nominaux à long terme (voir graphique 1) et à doper les cours boursiers. Mais à la mi-septembre, cette recherche de la qualité s'est accentuée et les marchés de capitaux de certains pays de l'OCDE ont également commencé de la ressentir, d'abord pour les swaps et les écarts de crédit, puis pour les actions. Aux États-Unis, par exemple, la ruée vers les liquidités a été telle que les écarts entre les titres du Trésor nouvellement émis et les titres à échéance plus rapprochée ont progressé de plusieurs points de base, tandis que les écarts de rémunération selon la qualité de l'emprunteur se creusaient fortement (voir graphiques 2 et 3). Le sauvetage du fonds spéculatif américain LTCM (Long Term Capital Management) par le secteur privé, orchestré par la Réserve fédérale, a envoyé un signal fort au milieu des désordres financiers de l'année. Il y avait en effet tout lieu de craindre qu'une soudaine défaillance de LTCM se traduise par un bradage de ses actifs et entraîne un mouvement assez intense et généralisé pour provoquer un effondrement systémique en aggravant les pertes des banques et des maisons de titres. L'inquiétude croissante suscitée par l'impact de la crise financière sur l'économie mondiale et, plus précisément, par la détérioration des perspectives bénéficiaires des entreprises, a fait brutalement chuter les cours boursiers. Début octobre, au plus fort de la baisse, plusieurs grands indices, comme le Dow Jones et le S&P500, avaient cédé plus de 20 pour cent par rapport à leurs plus hauts de la mi-juillet.

◆ Graphique 1. *Taux longs dans les pays du G7*



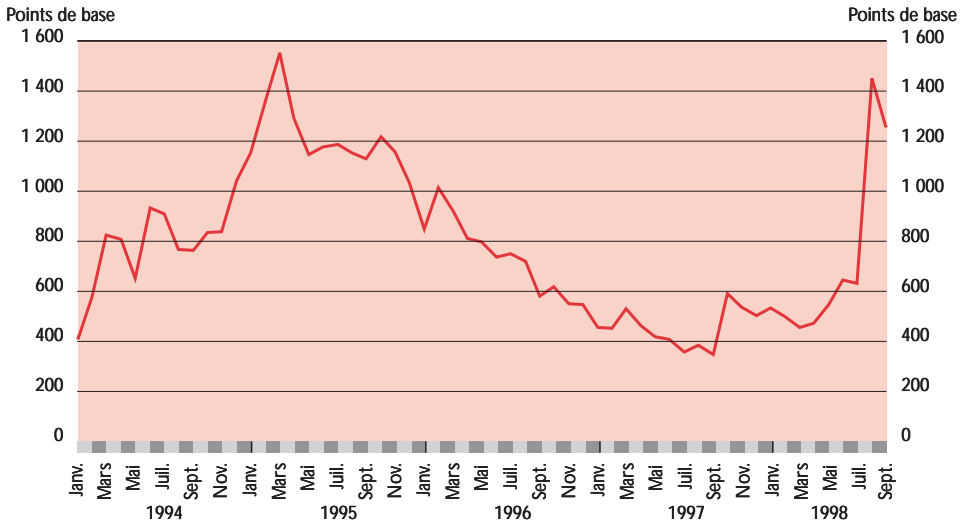
Source : OCDE/Bloomberg.

◆ Graphique 2. *Différentiel entre le taux des obligations à haut rendement et les bons du Trésor (en fin de mois)*



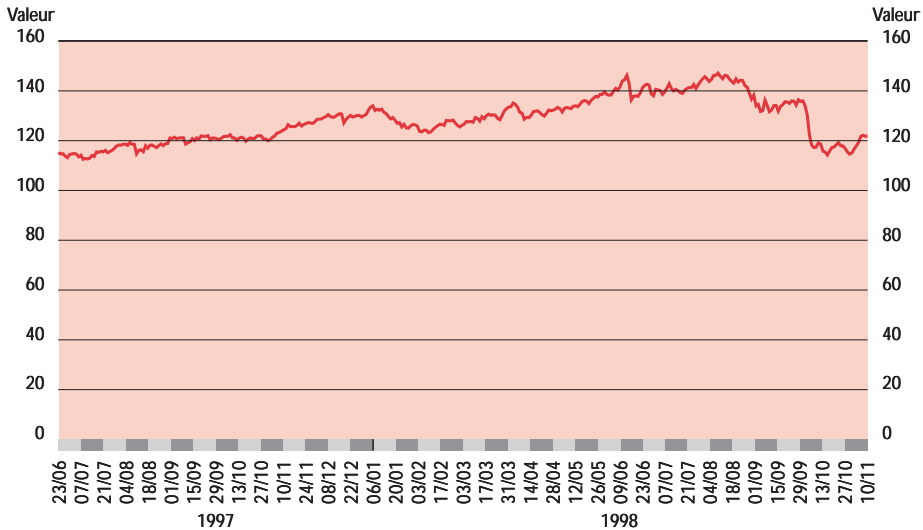
Source : Federal Reserve Board.

◆ Graphique 3. *Marge de rémunération des obligations des marchés émergents*



Source : Bloomberg.

◆ Graphique 4. *Taux croisé yen-dollar US*



Source : Reuters.

Tandis que les turbulences sur les marchés internationaux de capitaux modifiaient les perspectives en matière de politique monétaire et de croissance économique, le dollar reculait nettement par rapport au yen (voir graphique 4) à mesure que les intervenants dénouaient leurs positions en yen face à l'instabilité croissante des marchés. Après être tombé à 130.65 yen à la mi-septembre, le billet vert a regagné une partie du terrain perdu avec le retour des doutes quant au rétablissement du système bancaire au Japon.

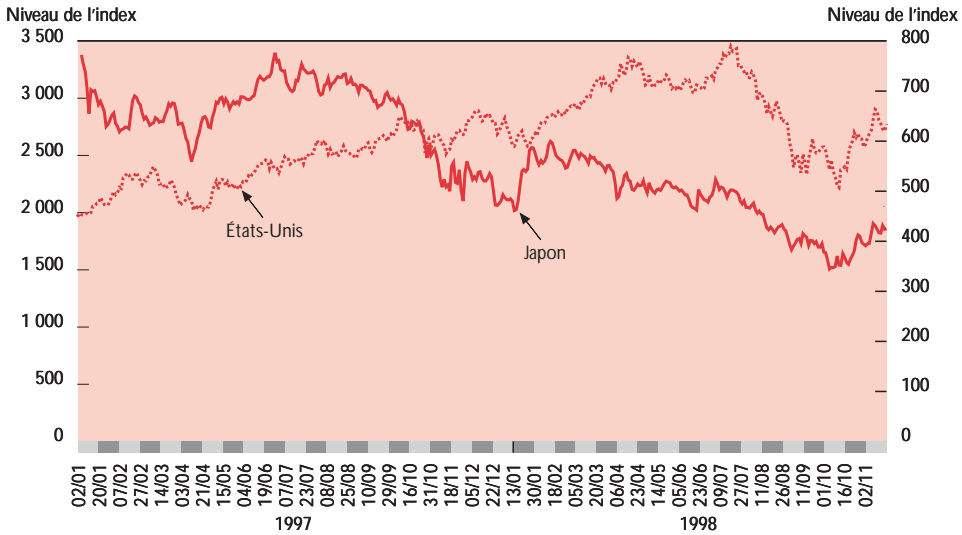
Face à leurs pertes potentielles d'exploitation et à la forte baisse du cours de leurs actions, un certain nombre de maisons de titres et de banques ont restreint leurs achats pour compte propre sur les marchés. La forte hausse de la demande de dérivés de crédit atteste également de la baisse de confiance des grandes banques des pays de l'OCDE, échaudées par de lourdes pertes liées aux marchés émergents, aux stratégies à fort effet de levier et aux placements dans des fonds spéculatifs.

Dans le même temps, les investisseurs se sont eux aussi montrés méfiants, en particulier à l'égard des placements paraissant présenter un quelconque risque de crédit, malgré le niveau confortable des marges. La pression à la baisse sur les prix des actifs a été amplifiée par des dénouements de positions de fonds spéculatifs et d'autres investisseurs ayant eu massivement recours à l'emprunt. L'offre d'effets financiers sur le marché a été gonflée par les actifs détenus par LTCM et d'autres grands fonds spéculatifs. Sur les marchés, beaucoup d'observateurs étaient stupéfiés de l'importance des portefeuilles d'instruments divers liquidés par LTCM après l'injection de capitaux. L'effet combiné de tous ces facteurs a été une forte baisse des volumes échangés pour de nombreuses catégories d'actifs à risques, avec un quasi-assèchement des liquidités (voir graphique 6). Dans ce contexte, les émissions nouvelles de titres étaient quasiment impossibles, hormis pour les meilleures signatures, ce qui faisait craindre une grave crise du crédit.

Cette situation a conduit la Réserve fédérale à abaisser à deux reprises de 25 points de base son taux cible pour les fonds fédéraux, une première fois fin septembre lors de la réunion du Comité de l'open market, puis à la mi-octobre. Suite à ces mesures, la confiance s'est quelque peu raffermie sur les marchés, ce qui a permis une légère réduction des primes de risque sur les swaps, les obligations des sociétés et les emprunts des pays émergents.

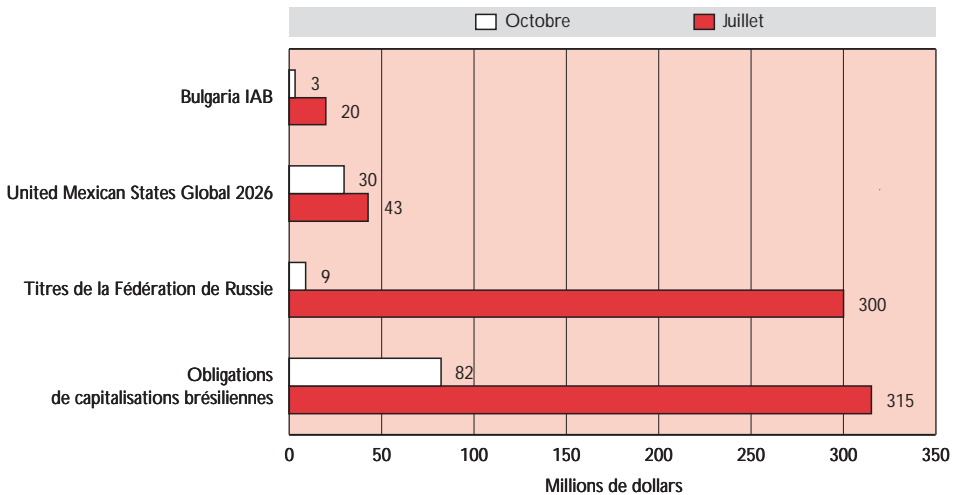
Les banques centrales de plusieurs autres pays de l'OCDE ont alors emboîté le pas à la Réserve fédérale. Début novembre, la Banque d'Angleterre a abaissé de 50 points de base ses taux directeurs. Puis le Danemark, l'Irlande, l'Italie, le Portugal, l'Espagne et la Suède ont suivi le mouvement. Ces mesures répondaient chez les membres de l'UE aux impératifs de convergence dans la perspective de l'échéance du 1^{er} janvier ; dans les autres pays, elles découlaient en grande partie

◆ Graphique 5. **Indices des cours de valeurs bancaires sélectionnées**



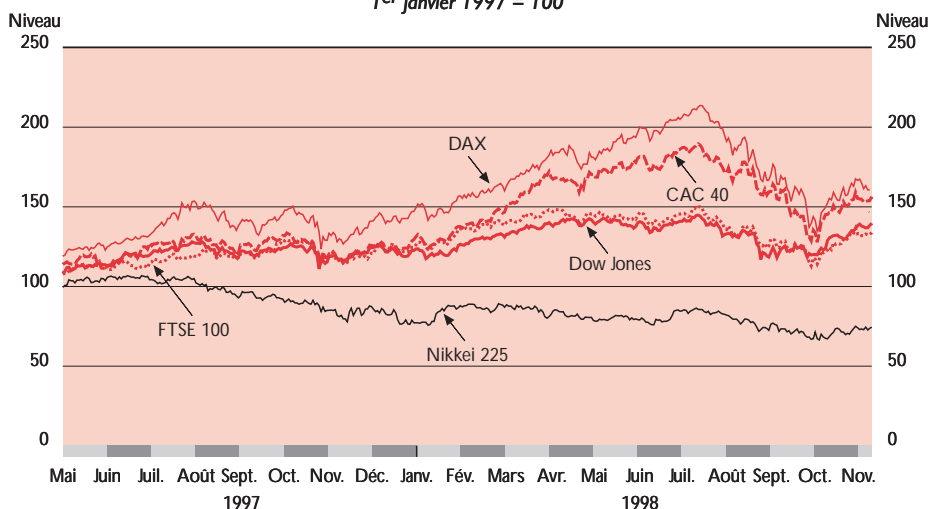
Source : OCDE/Bloomberg.

◆ Graphique 6. **Volume journalier des échanges**



Source : Euro Brokers, Salomon Brothers.

◆ Graphique 7. **Indices boursiers de quelques pays de l'OCDE**
1^{er} janvier 1997 = 100



Source : Bloomberg/Reuters.

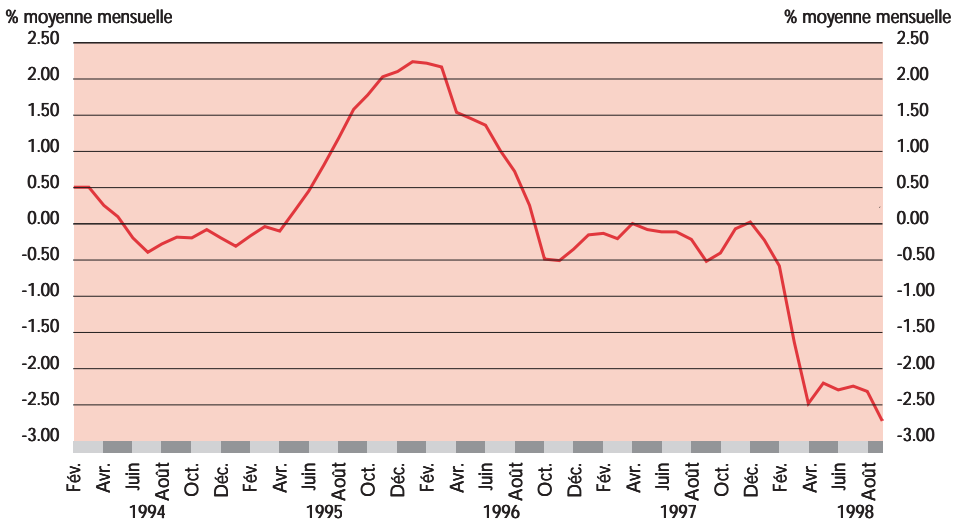
de leur situation économique. Au Japon, pour la première fois, le rendement des nouveaux bons du Trésor à échéance de six mois est même devenu négatif : il en coûte ainsi à l'investisseur légèrement plus que la valeur nominale pour un instrument qui ne rapportera à l'échéance que sa valeur nominale.

Les baisses des taux directeurs semblent avoir quelque peu dissipé les craintes que l'état des marchés internationaux de capitaux et le repli sur la qualité ne provoquent une pénurie généralisée de crédit. Les marchés internationaux d'actions se sont redressés après les creux du début octobre, et la plupart des places boursières ont récupéré plus de la moitié du terrain perdu (voir graphique 7). Sur le marché des produits à rendement fixe, les écarts de rémunération entre différentes catégories d'emprunteurs se sont resserrés à divers degrés, et un petit nombre d'émissions d'obligations de sociétés de deuxième catégorie et d'obligations d'État des pays émergents ont pu trouver preneurs. Il reste que les primes de risque demeurent en règle générale particulièrement élevées par rapport aux niveaux historiques et que le processus de désendettement de la sphère financière n'est pas entièrement terminé.

Dans bien des cas, le très net resserrement du crédit s'est accompagné d'une certaine réticence des banques à accorder des prêts, après une période où les cri-

tères appliqués avaient souvent été assez souples et où la performance des créances s'était peu à peu dégradée. Ainsi, la bulle spéculative sur le prix des actifs qui s'était formée à la fin des années 80 avait-elle éclaté au début des années 90, entraînant une cascade de défaillances à grande échelle. Dans plusieurs pays, notamment au Japon, au Royaume-Uni, aux États-Unis et dans les pays nordiques, le secteur bancaire avait été touché. Les banques étaient confrontées aux inquiétudes des organismes de tutelle et de leurs actionnaires devant la vague d'actifs non productifs, (en particulier prêts aux entreprises et actifs immobiliers). Vers la même époque, avec l'adoption de nouvelles normes de solvabilité, de nombreuses banques se sont retrouvées sous-capitalisées, ce qui les a contraintes à réduire leurs engagements et accroître leurs fonds propres. Les banques détenant d'importants volumes de créances sur des emprunteurs lourdement endettés ont vu leurs cours sanctionnés, ce qui a poussé la plupart d'entre elles à essayer de céder leurs créances défaillantes et à risque. Les établissements qui ont pu survivre ont alors réduit leur voilure. Un très faible nombre de nouveaux crédits ne bénéficiant pas d'une bonne notation ont été consentis, tandis que les fonds accessibles aux emprunteurs à fort ratio d'endettement se sont complètement taris.

◆ Graphique 8. *Encours des prêts bancaires au Japon*



Source : JP Morgan.

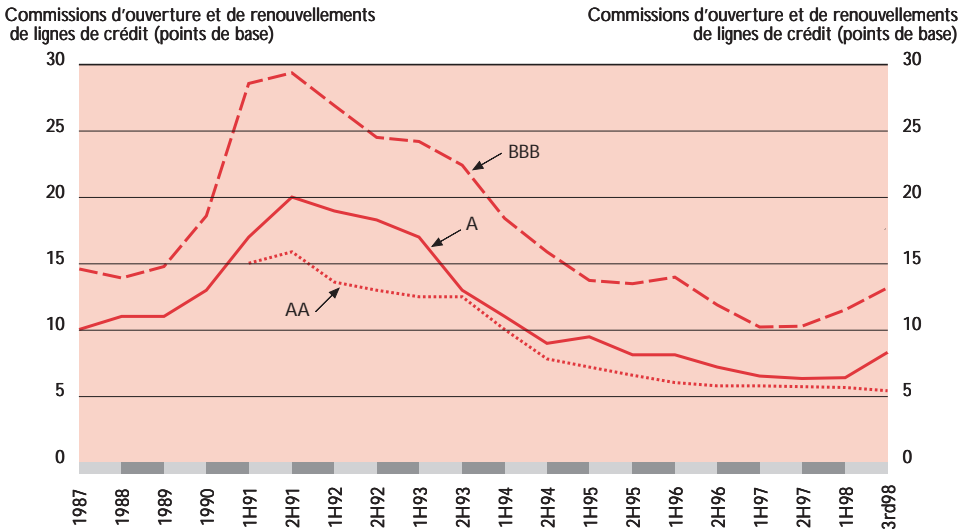
S'agissant de la crise actuelle, l'incidence des turbulences financières sur le volume de crédit disponible varie considérablement selon les régions. En Asie – première région à être frappée par la crise l'année dernière – où les problèmes liés aux prêts improductifs ont été les plus prononcés, le resserrement du crédit a été plus accentué que dans d'autres zones. Au Japon, par exemple, les prêts consentis par les banques ont continué de chuter avec l'augmentation des faillites et la baisse des bénéficiaires des entreprises. En septembre, les prêts bancaires domestiques ont reculé d'environ 2.7 pour cent par rapport au début de l'année (voir graphique 8), accusant leur plus forte baisse depuis 1991 (première année pour laquelle des données sont disponibles). La contraction des crédits bancaires a alors poussé un certain nombre d'entreprises emprunteuses à se tourner vers le marché obligataire, ce qui marquait un changement structurel dans l'économie japonaise, car les entreprises s'appuyaient jusqu'alors surtout pour leur financement sur d'étroites relations avec les banques. Cependant, avec le niveau record du taux de faillites d'entreprises, l'accès au marché obligataire est devenu extrêmement restreint, en particulier pour les sociétés ayant une notation inférieure à A. Seules étaient épargnées les sociétés d'utilité publique notées AAA. Les investisseurs institutionnels au Japon sont devenus beaucoup plus prudents pour les prêts au secteur privé, de sorte que même les entreprises de première catégorie ont subi un certain rationnement du crédit, ou même essuyé des rejets purs et simples en cas de recours trop fréquent à l'emprunt. On a également constaté des écarts entre les marges au dessus du LIBOR pratiquées pour des sociétés ayant la même notation, les investisseurs privilégiant les entreprises les plus performantes et les moins endettées.

Les modalités des prêts bancaires au Japon se sont modifiées à d'autres égards. Ainsi, pour la première fois, quelques banques nipponnes ont commencé à proposer des lignes de crédit conditionnelles à des entreprises emprunteuses de première catégorie. Cette pratique, très courante sur les marchés internationaux, était beaucoup plus rare au Japon, où l'usage de lignes de crédit à engagement ferme était plus fréquent, en partie à cause des difficultés liées au traitement juridique des commissions d'ouverture. Mais devant les difficultés rencontrées, tant par les banques japonaises que par les entreprises emprunteuses, pour lever des fonds, les avantages des lignes de crédit conditionnelles sont devenus plus évidents. Généralement, une ligne de crédit à engagement ferme donne lieu au déblocage des fonds et à leur consignation auprès de la banque prêteuse jusqu'à ce que l'emprunteur en ait besoin. Selon les normes de solvabilité japonaises, ces prêts sont assortis d'une pondération de risque de 100 pour cent, alors que les lignes de crédit non utilisées ont une pondération beaucoup plus faible. En diminuant le volume des engagements à forte pondération de risque, la pratique des lignes de crédit conditionnelles permet aux banques prêteuses de libérer des fonds. Pour les emprunteurs également, les lignes de crédit

conditionnelles présentent des avantages sur les crédits à engagement ferme. Par exemple, les banques qui offrent des lignes de crédit conditionnelles sont contractuellement tenues de fournir les fonds sur demande, alors que les lignes de crédit à engagement ferme peuvent être retirées à tout moment.

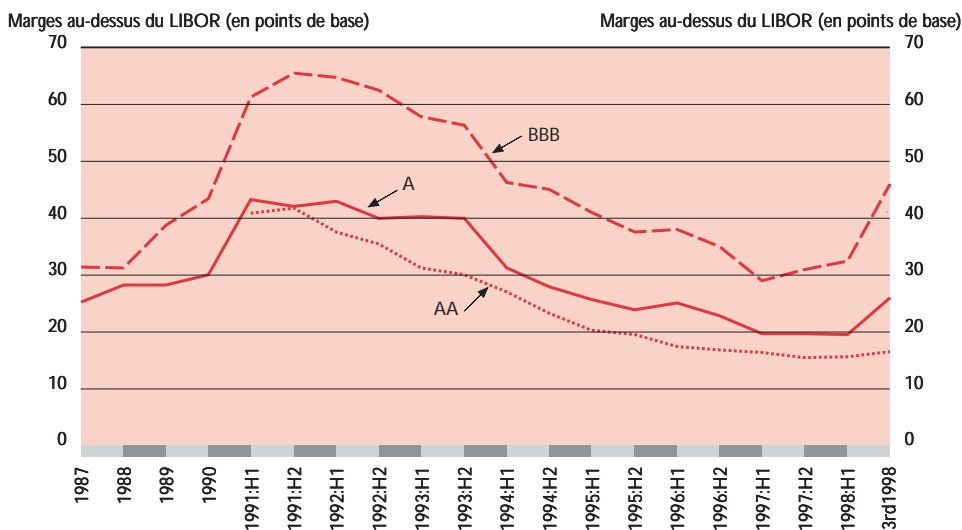
Le Japon n'est pas le seul pays où la crise financière récente a induit des changements dans les pratiques en matière de prêts bancaires. Pour les emprunteurs des marchés émergents, l'usage de modalités de tarification et de conditions de prêt flexibles s'est répandu, les banques s'engageant sur un prêt d'un montant donné, mais pas sur le taux pratiqué. A l'origine, ces clauses dites « de flexibilité » avaient été mises au point afin que les emprunteurs des marchés émergents aient accès au marché en période de faible liquidité, grâce à la latitude donnée au prêteur de modifier les conditions du prêt selon la situation. La clause de flexibilité, appliquée pour la première fois par Chase Manhattan pour des crédits à des emprunteurs des marchés émergents, a été reprise par de nombreuses banques pour d'autres segments du marché. De plus, les banques ont renforcé leurs critères de diligence « raisonnable » et sont devenues plus prudentes pour les calendriers d'amortissement et les conditions de prolongation des prêts.

◆ Graphique 9. **Commissions d'ouverture et de renouvellement de lignes de crédit sans risque, depuis 1987**



Source : Loan Pricing Corp./Gold Sheets.

◆ Graphique 10. **Marges des prêts consortiaux depuis 1987**



Source : Loan Pricing Corp./Gold Sheets.

En fait, dans certains segments du marché de l'emprunt, les tarifs avaient amorcé leur montée plus avant dans l'année. Dans le compartiment des placements de bonne qualité, par exemple, les commissions prélevées par les banques pour ces crédits avaient déjà augmenté sous l'effet d'un important volume de rééquilibrage des portefeuilles des banques asiatiques, alors qu'auparavant les commissions des banques pour cette catégorie de crédits étaient plutôt orientées à la baisse depuis 1991. Dans certains cas, les marges avaient tellement baissé que beaucoup de banques ne pouvaient pas rentablement consentir de crédits aux emprunteurs de première catégorie avec les niveaux de commissions en vigueur. C'était le cas en particulier des banques japonaises et des autres établissements limités par leurs ratios de solvabilité : le différentiel par rapport à d'autres banques atteignait plus de 100 points de base, dépassant dans certains cas la rémunération des crédits à des emprunteurs de première catégorie. Comme elles ne pouvaient consentir rentablement des prêts de ce type, beaucoup de ces banques se sont peu à peu retirées de ce compartiment du marché. Dans le même temps, les établissements prêteurs européens commençaient eux aussi à faire preuve d'une plus grande prudence, handicapés par leurs encours sur les marchés émergents. Tout ceci a contraint les emprunteurs à faire quelques concessions en matière de tarifs (généralement sous forme d'un relèvement des frais d'ouverture

de dossier, de la commission d'engagement ou de la commission d'usage des lignes de crédit). Les grands établissements prêteurs ont en outre davantage privilégié le court terme.

Plus récemment, l'incertitude sur les marchés de capitaux s'est étendue au marché du crédit : les commissions et les écarts de taux se sont encore accrus, car les primes de risque ont été relevées pour que les nouveaux crédits puissent rétablir l'équilibre sur le marché (voir graphiques 9 et 10). Les hausses ont été plus fortes pour les crédits aux signatures les moins bien notées, et les commissions et les marges ont augmenté de plus de 100 points de base pour certaines catégories. Dans le marché des prêts à fort effet de levier, beaucoup d'opérations ont été retardées ou restructurées avec de sensibles augmentations des taux de rémunération. Dans la structure de capital de tout emprunteur, les crédits bancaires sont des créances prioritaires, mais l'effondrement du marché des obligations à haut rendement a fait disparaître un niveau de subordination. Les crédits consortiaux ont commencé d'attirer des investisseurs non bancaires dès 1995, où on a vu de nombreux investisseurs en produits à revenu fixe et à haut rendement franchir le pas du marché des prêts à fort effet de levier, pour tirer parti du niveau supérieur des marges sur le LIBOR constaté sur les prêts par rapport aux junk bonds. Au deuxième trimestre de cette année, on comptait environ 80 investisseurs institutionnels (compagnies d'assurance, OPCVM, fonds spéculatifs, fonds à effet de levier, fonds de pension et gestionnaires de patrimoines) actifs sur ce segment du marché de l'emprunt. Mais avec le repli sur la qualité auquel on a assisté depuis, le nombre des investisseurs a diminué de moitié environ, car ils ont délaissé tant les crédits que les obligations à haut rendement.

Aux États-Unis, à l'inverse de ce « qui s'est produit en Asie, le resserrement du crédit s'est opéré essentiellement via les marchés de capitaux ; on a ainsi assisté à une quasi-paralysie » du marché des obligations à haut rendement. En Europe, où les craintes d'une pénurie de crédit étaient pourtant moins prononcées qu'aux États-Unis (grâce à l'effet amortisseur de relations plus personnalisées avec les banques), on a constaté une nette diminution de la liquidité du marché des crédits à fort effet de levier. Par la suite, en Europe comme aux États-Unis, le marché du crédit a pu retrouver une certaine liquidité grâce à la reprise des cours des actions et des obligations. En revanche, les évolutions récentes des modalités de prêt demeurent d'actualité et la rémunération des prêts n'est pas revenue aux niveaux en vigueur au début de l'année. À l'approche de la fin de l'année, banques et investisseurs devraient rester relativement circonspects.

Évolution structurelle et réglementaire dans les pays de l'OCDE

I. France

La Loi du 2 juillet 1998 *portant diverses dispositions d'ordre économique et financier* comporte plusieurs dispositions concernant les activités financières. On trouvera ci-après un bref résumé de ces dispositions.

A. Dispositions relatives à l'adoption de l'euro

Les entreprises françaises seront autorisées à établir leurs documents comptables et soumettre leurs déclarations fiscales en unité euro dès le 1^{er} janvier 1999. Des dispositions ont été prises pour faciliter la conversion du capital social en unité euro : les entreprises seront autorisées à ne pas spécifier la valeur nominale de leurs actions dans leurs statuts, ce qui permet une conversion de l'ensemble de leur capital social en euros.

La cotation d'instruments financiers en euros est expressément autorisée, et le cadre réglementaire des systèmes de transactions et de règlement a été complété pour les transactions effectuées dans le cadre de ces systèmes soient irrévocables.

Dans le cadre de la nouvelle législation, le ministère de l'Économie sera autorisé à déterminer les nouveaux indices ou taux variables qui, du fait de l'adoption de l'euro, remplaceront les indices et taux précédents dans le cadre des conventions.

Des procédures ont été mises en place pour la conversion en unité euro des titres de dette. En gros, les actifs en unités francs seront arrondis à l'euro inférieur, après l'application du facteur de conversion. Lorsque la conversion n'aboutit pas à un montant entier en euros, il est procédé à un versement en espèces correspondant au montant rompu, exonéré d'impôt sur le revenu.

B. Modification du régime de l'appel public à l'épargne

Selon la nouvelle définition des offres publiques, le placement d'instruments financiers auprès d'investisseurs qualifiés ou d'un cercle restreint d'investisseurs

permettra d'exonérer les émetteurs des obligations d'informations liées à l'appel public à l'épargne. La Commission des Opérations de Bourse concentrera ses activités sur la gestion de l'offre d'actions dans le public.

Ces nouvelles dispositions ont donc introduit en droit français la notion d'investisseur qualifié, suivant l'exemple de dispositions déjà en place dans plusieurs autres pays Membres de l'OCDE.

C. *Modification de la gestion de fond pour le compte de tiers*

Avec le passage à la monnaie unique, et l'internationalisation des méthodes de collecte des actifs qui en découlent, il a été jugé nécessaire de prendre des mesures pour promouvoir le développement d'instruments institutionnels appropriés.

Des OPCVM « à compartiments » (Organismes de placements collectifs en valeurs mobilières), pourront désormais comporter des produits différenciés (compartiments), chaque compartiment ayant sa propre stratégie de gestion, une comptabilité distincte et une valeur liquidative propre.

En outre, une catégorie d'OPCVM uniquement réservée aux investisseurs qualifiés sera soumise à des contrôles moins stricts de la part de la COB.

D. *Rachat d'actions*

Afin d'optimiser l'allocation des flux d'investissement au sein de l'économie française, les conditions dans lesquelles une entreprise peut racheter ses propres actions ont été clarifiées.

La loi du 24 juillet 1966 sur les sociétés commerciales interdisait la souscription et l'achat par une société de ses propres actions, sauf dans quelques rares cas définis de façon restrictive (attribution d'actions aux salariés, achat d'actions en vue de leur annulation).

Les sociétés dont les actions sont admises aux négociations sur le marché réglementé sont désormais autorisées à adopter un plan de rachat de leurs actions dans la limite de 10 pour cent du montant de leur capital. Le plan doit être adopté par l'assemblée générale ordinaire de la société pour une durée maximale de dix huit mois.

Le nouveau texte, ainsi que l'adoption d'un régime fiscal normalisé, améliore les informations dont bénéficient les actionnaires et la transparence du marché en légitimant les diverses manières dont les textes précédents pouvaient être contournés, notamment le rachat d'actions par le biais d'une filiale de la société holding.

II. Allemagne

Changements récents de la réglementation financière

A. Les lois adoptées par le Parlement allemand concernant les marchés financiers :

1. La *Loi sur le contrôle et la transparence du secteur des entreprises* (KonTraG), entrée en vigueur le 1^{er} mai 1998, est une nouvelle étape décisive de la réforme et de la modernisation de l'ensemble des lois allemandes concernant les sociétés et les marchés de capitaux. Une réforme des dispositions relatives au conseil de surveillance et aux assemblées générales annuelles a permis d'améliorer le contrôle exercé par les actionnaires. En outre, les règles régissant les achats d'actions ont été libéralisées pour donner aux entreprises plus de souplesse dans la gestion de leur structure de capital tout en stimulant la demande d'actions.

Les autorités allemandes ont également prévu la mise en place d'un organisme comptable de droit privé. Cet organisme du secteur privé a notamment pour objectif de rédiger des recommandations pour l'application des principes de la consolidation comptable et de défendre les vues du gouvernement allemand dans les organismes internationaux appropriés (on trouvera en annexe une description détaillée de cette Loi).

2. La *Loi sur l'admission des actions sans valeur nominale* (Stück AG) est entrée en vigueur le 1^{er} avril 1998. Les maisons de titres allemandes peuvent désormais convertir facilement leur capital social en actions sans valeur nominale, ce qui réduira leur coût et permettra une utilisation plus souple. Cette nouvelle loi permettra également de résoudre les problèmes de valeur nominale des actions qui pourraient se poser du fait du passage à l'euro. En conséquence, de nombreuses sociétés ont déjà prévu de mettre en place la conversion de leur capital en actions sans valeur nominale lors de leur réunion générale annuelle de 1998.

3. La *Loi sur les marchés publics* (KapAEG) est entrée en vigueur le 24 avril 1998. Les sociétés allemandes cotées en bourse peuvent désormais préparer et soumettre des états financiers consolidés conformément aux normes comptables internationalement acceptées. Elles ne sont plus tenues de soumettre des états financiers de la manière prévue par la loi allemande. Les normes comptables internationales répondent mieux aux intérêts des investisseurs et donnent une image plus claire de la situation financière et des revenus d'un groupe. La lisibilité et la comparabilité à l'échelle internationale des états financiers prennent de plus en plus d'importance car elles servent de base pour les décisions d'investissement, surtout celles des investisseurs étrangers. A moyen et long terme, cette

réforme donnera un nouvel élan au financement des entreprises par le biais des marchés organisés.

Les nouvelles réglementations devraient s'appliquer jusqu'à la fin de 2004. Le gouvernement allemand va pendant cette période mettre en œuvre une réforme fondamentale des dispositions juridiques allemandes concernant les états financiers consolidés et afin de les aligner sur les normes internationales.

4. La *Troisième loi de promotion du marché financier* (3. FMFG) qui comprend plus de 100 dispositions distinctes visant à promouvoir la libéralisation et la déréglementation, est entrée en vigueur le 1^{er} avril 1998. Elle facilite l'introduction en bourse en réduisant les coûts des transactions de bourse et des transactions sur titres, en diminuant les cotisations de membre de bourse et les obligations en matière de prospectus, en abrégant la période de responsabilité pour les avis d'investissement erronés, et en simplifiant la procédure d'admission à la cote.

Elle redonne un élan aux fonds d'investissement en introduisant de nouveaux types de fonds et de nouveaux produits du marché financier pouvant être utilisés par les fonds d'investissement, dans l'objectif d'attirer des investisseurs peu expérimentés souhaitant placer leur épargne en actions pour la première fois. A moyen terme, ces mesures devraient entraîner une augmentation de l'offre de capital disponible.

Les modifications de la loi sur les sociétés d'investissement en actions et l'amélioration du régime fiscal de ces sociétés permettra d'élargir l'offre de capital pour les petites et moyennes entreprises non inscrites à la cote, afin d'encourager le changement structurel.

5. La *Loi d'introduction de l'euro* (EuroEG) a mis un terme aux embroglios parlementaires le 8 mai 1998 et entrera en vigueur le 1^{er} janvier 1999. Cette loi crée la base juridique du passage à l'euro, l'accent étant mis sur le droit des sociétés et les états financiers. Les mesures suivantes ont une importance particulière pour les marchés de capitaux :

- Toutes les obligations fédérales et les bons du Trésor en circulation seront convertis en euros le 1^{er} janvier 1999. Parallèlement seront fixées les conditions et modalités permettant aux autres émetteurs de convertir leurs obligations en unité euro. Ceci permettra de créer un marché d'euro-obligations important et liquide en Allemagne, qui pourrait avoir une importance déterminante pour la place financière.
- Les bourses d'Allemagne disposent des éléments nécessaires pour convertir les cotations en euro à partir du 1^{er} janvier 1999. Parallèlement, les bourses auront davantage d'autonomie pour déterminer leurs règles

de transactions, afin de pouvoir réagir rapidement et de leur propre initiative aux nouveaux enjeux.

- La mondialisation des marchés de capitaux, le passage à l'euro et la concurrence croissante dans le secteur des services financiers exigeront de nouvelles mesures. Les pouvoirs publics prévoient notamment de restructurer la législation allemande sur la bourse.
- Modification de la loi régissant les contrats à terme négociés en bourse.
- Introduction de nouvelles catégories de fonds d'investissement et de nouveaux instruments utilisables par ces fonds.

Il est par ailleurs envisagé de créer des fonds de pension sur le modèle anglo-américain dans le cadre des régimes de retraite des entreprises. Le Parlement allemand a demandé au gouvernement de lui soumettre un projet de loi en ce sens.

La loi KonTraG

Le contrôle et la transparence dans le secteur des entreprises (KonTraG)

A. La réforme du gouvernement d'entreprise en Allemagne

Les marchés nationaux de capitaux ne sont plus isolés. Les sociétés cotées en Allemagne lèvent les capitaux à l'échelle internationale. Les sociétés par actions en Allemagne sont en concurrence directe avec d'autres demandeurs de capital risque à l'échelle mondiale. La structure de l'actionnariat devient plus internationale. L'influence des investisseurs institutionnels étrangers ainsi que leurs exigences sont de plus en plus importantes.

Parallèlement, on constate en Allemagne un développement de la culture actionnariale et une évolution des comportements en matière d'investissement. La nouvelle génération investit en actions. La rentabilité des investissements en actions allemandes a augmenté. De plus en plus d'entreprises jeunes et innovantes cherchent à entrer en bourse.

Les intermédiaires financiers réagissent à ces changements. Les grandes banques développent leurs activités de banque d'investissement. Elles se retirent progressivement de leurs participations à long terme au capital des sociétés industrielles. Elles subissent des pressions de la part de leurs actionnaires pour maximiser leurs profits pour investir dans la croissance de leurs activités de base.

Dans ce contexte, les pressions s'accroissent pour changer et adapter la loi sur les sociétés allemandes, la loi sur les sociétés par actions et la loi comptable.

Le gouvernement d'entreprise est à l'ordre du jour dans tous les pays industrialisés. Après avoir sollicité l'avis des parties concernées et des universitaires, les pouvoirs publics allemands ont recommandé plusieurs changements dans le cadre de la réforme du gouvernement d'entreprise. Ces changements sont intégrés dans la Loi sur le contrôle et la transparence dans le secteur des entreprises (KonTraG). Cette loi est entrée en vigueur en mai 1998.

1. *Principes fondamentaux :*

- éviter autant que possible d'ajouter de nouvelles dispositions obligatoires dans le droit des sociétés ;
- au lieu de prendre des directives très strictes, il est préférable de laisser les entreprises s'organiser elles-mêmes et de laisser les autorités de tutelle existantes et les marchés exercer leur contrôle ;
- la loi devrait suivre l'évolution des sociétés cotées, qui s'alignent sur les demandes et les exigences des marchés internationaux de capitaux. Ce qui veut dire aussi que la stratégie des entreprises doit être plus orientée vers la valeur pour l'actionnaire.

La Loi KonTraG est donc directement liée aux réformes déjà en cours du droit des sociétés et du marché des capitaux et aux autres réformes prévues :

- adoption de normes comptables reconnues à l'échelle internationale pour les sociétés allemandes (Loi visant à faciliter les marchés publics KapAEG) ;
- autorisation des actions sans valeur nominale (Loi sur l'adoption des actions sans valeur nominale ; Stück AG) ;
- troisième Loi sur la promotion du marché financier ;
- la Wertpapierhandelsrecht (loi sur les transactions sur valeurs mobilières) comportant de nouvelles dispositions en matière de délit d'initié ;
- la Loi régissant les petites entreprises non inscrites à la cote (Kleine AG) et l'assouplissement de la loi sur les sociétés par actions ;
- résumé des réglementations de la KonTraG.

2. *Directoire*

Gestion des risques : les directoires sont tenus de s'assurer du bon fonctionnement des systèmes internes de gestion des risques dans leurs propres sociétés.

Le directoire est soumis à des obligations plus strictes de divulgation d'informations concernant la stratégie future des entreprises.

3. *Conseil de surveillance*

Le nombre maximum de sièges qu'une même personne peut détenir dans divers conseils de surveillance, actuellement au nombre de dix, est réduit, la présidence étant comptée pour deux sièges.

Recommandation des candidats : dans les recommandations aux actionnaires concernant l'élection de nouveaux membres du conseil de surveillance, il est obligatoire de préciser leurs participations à d'autres conseils et leurs activités principales, afin d'éviter les conflits d'intérêt.

Fréquence des réunions du conseil : pour les sociétés cotées, les réunions obligatoires annuelles passent de deux à au moins quatre (compte non tenu des réunions des comités).

Les contrats avec les vérificateurs ne sont plus passés avec le directoire mais avec le conseil de surveillance. Il s'agit d'instaurer une plus grande distance entre les vérificateurs et la direction. Le rapport doit être communiqué directement au conseil de surveillance, à l'attention du Président.

La présence du vérificateur comptable est obligatoire aux réunions du conseil de surveillance portant sur l'approbation des comptes, ainsi qu'aux réunions du comité sur les audits financiers.

Le rapport des vérificateurs devra être communiqué à tous les membres du conseil de surveillance ainsi qu'à ceux des comités d'audits financiers.

Dans son rapport aux actionnaires, le conseil de surveillance doit préciser le nombre de réunions qu'il a tenues pendant l'année, et combien de comités ont été formés.

Le suivi des réclamations à l'encontre des membres des conseils, notamment des conseils de surveillance, est facilité par la réduction du quorum (5 pour cent ou un montant nominal de 1 million de marks) en cas de sérieuses négligences.

En appendice au rapport annuel, les sociétés cotées doivent dresser la liste, pour chaque membre du conseil, de toutes leurs autres participations à d'autres conseils de surveillance et de leurs qualités de membres d'organismes de contrôle similaires.

4. *Assemblée générale annuelle*

L'exercice des droits de vote par procuration par les banques est davantage orienté vers les intérêts des actionnaires représentés. Les banques doivent dési-

gner un membre de la direction qui sera chargé de s'assurer que les obligations statutaires sont respectées.

Les banques et les sociétés doivent informer les actionnaires des autres moyens dont ils disposent pour prendre part au vote (transfert de leur vote à un mandataire, groupe d'actionnaires, etc.).

Les obligations de *reporting* de la banque envers ses déposants seront plus strictes, en cas de conflit d'intérêt potentiel : la participation de tout salarié d'une banque au conseil de surveillance d'une entreprise doit être divulguée, ainsi que les détails de ses participations au capital de la société concernée.

L'assemblée générale annuelle peut fixer des règles de procédure pour le déroulement de l'assemblée, ce qui devrait permettre de simplifier ces règles et d'encourager une participation plus active.

Les droits de vote pluraux ne sont plus autorisés.

Les droits de vote pluraux existants doivent être supprimés dans les cinq ans, en échange d'une compensation équitable. Toute assemblée générale annuelle peut également, à tout moment, et sur un vote à la majorité simple, mettre un terme aux droits de vote pluraux existants.

Le plafonnement des droits de vote n'est plus autorisé dans les sociétés cotées. Les plafonnements des droits de vote existants seront supprimés dans les deux ans.

En cas de participations croisées entre entreprises, la possibilité que la deuxième société exerce des droits de vote dans la première est exclue pour ce qui concerne l'élection des membres du conseil de surveillance. Il s'agit de limiter le risque que l'administration se contrôle elle-même.

Les sociétés cotées doivent faire état en annexe du rapport annuel de toutes leurs prises de participation de plus de 5 pour cent dans les grandes sociétés par actions.

Les rachats d'actions sont généralement autorisés, ce qui donnera plus de souplesse et permettra d'obtenir un potentiel de croissance des prix plus important sur les marchés d'actions allemands.

Les dirigeants sont invités à se soucier davantage de la valeur de leur société pour l'actionnaire. Pour cette raison, la rémunération des cadres dirigeants par le biais de stock options a été rendue plus facile. Les abus doivent être toutefois évités. L'assemblée générale annuelle est chargée de mettre au point les modalités d'application de ces programmes.

5. Les banques en tant qu'actionnaires

Limitation de l'exercice des droits de vote : les banques ne peuvent pas exercer de droits de vote par procuration lors d'une assemblée générale annuelle si, dans le cadre de cette même assemblée, ils exercent également des droits de vote pour leur propre compte représentant plus de 5 pour cent. Cette nouvelle réglementation a pour objectif de réagir aux reproches faits aux banques d'accumuler trop d'influence par le biais de leurs participations et de l'exercice de droits de vote par procuration.

La transparence devra être accrue au niveau des rapports annuels et des comptes : les banques (quel que soit leur statut) doivent rendre publics tous les mandats détenus par les membres de leur conseil d'administration et par leurs autres salariés. Toute participation supérieure à 5 pour cent doit également être notifiée.

6. Vérification comptable

Indépendance : Afin de garantir l'indépendance du vérificateur, ce dernier n'est pas autorisé à réaliser l'audit d'une entreprise lorsque la part de ses revenus tirés de cette entreprise a représenté plus de 30 *pour cent* (au lieu de 50 pour cent antérieurement) du total de ses revenus pendant les cinq années précédentes.

Changement de vérificateur : Lorsque le même vérificateur travaille pour la même société au fil des années, cela peut donner une impression de dépendance. Cependant, comme il n'est pas très facile de changer de société d'audit, il est prévu qu'une même personne ne peut pas signer le certificat de vérification des comptes plus de six fois au cours des dix dernières années.

Le rapport d'audit examiner de plus près les problèmes de la société.

Les intérêts du conseil de surveillance doivent être mieux pris en compte dans la préparation du rapport d'audit.

Responsabilité du vérificateur : la limite de responsabilité qui était de 500 000 DM, est désormais fixée à 2 millions de DM pour les vérifications de sociétés non cotées et à 8 millions de DM pour les vérifications de sociétés cotées.

Des ventilations et des états des flux de trésorerie doivent désormais obligatoirement figurer dans les comptes consolidés des sociétés cotées.

Mise en place des règles d'approbation d'un organisme privé de normalisation (comme l'ASB en Grande-Bretagne et la FASB aux États-Unis). Cet organisme privé devrait notamment faire des propositions pour l'application des principes de base de la comptabilité de groupe.

III. Italie

La loi italienne sur les marchés financiers et les services d'investissement

La nouvelle loi italienne sur l'intermédiation financière, rédigée par le gouvernement sur délégation du parlement, révisé et renouvelle les dispositions de la loi financière sur les marchés financiers et les services d'investissement.

Le gouvernement a approuvé le projet de texte le 18 décembre 1997 et l'a transmis aux autorités compétentes du parlement, qui pendant les mois de janvier et de février ont entendu les déclarations des porte-parole des associations professionnelles concernées, des marchés réglementés et des autorités de tutelle. La publication du projet de loi a donné lieu à un vaste débat entre les autorités de contrôle, les intermédiaires et les universitaires. Le texte définitif a été approuvé en février et figure dans le décret législatif 58 du 28 février 1998.

La loi consolidée se compose de trois parties principales, concernant les intermédiaires, les marchés et les émetteurs.

La partie concernant les intermédiaires contient les dispositions du décret législatif 415/1996, qui retranscrit la Directive du Conseil européen concernant les services d'investissement et la Directive d'adéquation des fonds propres dans la loi italienne, instaurant le principe de la liberté d'établissement pour les sociétés de l'Union européenne et de la libéralisation de l'accès au marché italien pour les établissements ne faisant pas partie de l'Union européenne. Cette partie de la loi consolidée contient des dispositions sur le partage des compétences entre la Banque d'Italie et la Commission des sociétés de bourse pour les activités de surveillance.

Le ministère du Trésor sera chargé de la définition des services d'investissement et des instruments financiers, conformément à l'évolution des marchés financiers et à la législation de l'Union européenne.

La loi introduit et définit les principales caractéristiques d'un nouveau type de société d'investissement, la société de gestion d'actifs.

La partie de la loi qui traite de la réglementation du marché perfectionne le cadre législatif proposé dans le cadre du décret 415/1996, qui modifiait le statut des marchés financiers réglementés, d'institutions publiques en entreprises privées chargées de mettre au point la structure organisationnelle des transactions et de gérer l'activité commerciale. C'est à la Commission des opérations de bourse (la Consob) qu'incombe la surveillance des marchés réglementés ainsi que les interventions concernant les transactions organisées effectuées à l'extérieur des marchés réglementés.

La Banque d'Italie est chargée de surveiller certains marchés où se déterminent les taux d'intérêt, qui sont donc les courroies de transmission de la politique monétaire ; il s'agit du marché des dépôts interbancaires et du marché de gros sur écran des titres d'emprunts d'État.

Les dispositions de la loi consolidée concernant la sollicitation d'investissement et la réglementation des sociétés cotées ont été préparées par les pouvoirs publics dans le cadre d'un mandat spécial du Parlement, qui les a autorisés à modifier les dispositions concernant les sociétés qui émettent des titres sur les marchés réglementés, notamment en ce qui concerne les commissaires aux comptes, les droits des actionnaires minoritaires, les droits de vote en fiducie et les relations de groupe, conformément à des critères permettant de renforcer la protection de l'épargne et celle des actionnaires minoritaires.

Le Parlement a complété la réforme des marchés financiers et de la réglementation des intermédiaires par l'adoption de règles visant à améliorer la qualité de l'information sur les marchés et de règles relatives au gouvernement d'entreprise, visant à accroître la valeur des instruments de contrôle externe (contestabilité) et interne (intérêts minoritaires, vérification comptable) de la gestion et du développement des sociétés cotées.

A. Surveillance

Les articles préliminaires de la loi contiennent des dispositions générales, dont plusieurs concernent les principes et les instruments sur lesquels se fonde l'activité de surveillance.

La réglementation financière en Italie a été influencée au fil du temps par la structure et l'évolution du marché national. Auparavant, le système de surveillance était essentiellement conçu en fonction des différentes catégories d'intermédiaires.

Selon l'approche réglementaire, le marché financier était divisé en trois catégories : les activités bancaires, les activités sur titres, les activités d'assurance et relevait de la tutelle d'un trio correspondant d'autorités de contrôle, la Banque d'Italie, la Consob et l'Isvap¹. Ainsi, jusqu'au début des années 1990, la répartition des tâches relevait essentiellement d'une approche institutionnelle pour les activités de banque et d'assurance, l'Isvap étant chargée de veiller à la stabilité et à la transparence dans les compagnies d'assurance et la Banque d'Italie à la stabilité et la transparence dans le cadre des activités bancaires ordinaires (collecte des dépôts et octroi de crédits) mais pas dans celui des activités sur titres².

En 1991, avec l'adoption de la loi sur les activités d'investissement sur titres et la création de sociétés d'intermédiation mobilière (SIMs) pour compléter puis

pour remplacer les courtiers, la surveillance de ces intermédiaires a été confiée à la Banque d'Italie pour ce qui concerne les questions de contrôle de la stabilité financière et à la Consob pour les questions relatives à l'information, les critères de bonne conduite sur le marché et la régularité des activités sur titres. C'était le premier pas vers l'adoption d'un modèle de surveillance en fonction des objectifs, complété par la suite par la Banque d'Italie et la Consob au sein de leurs sphères de compétences respectives.

Pour ce qui concerne le contrôle de la concurrence, le secteur financier constitue une exception, l'Autorité antitrust ayant une compétence universelle par ailleurs : c'est la Banque d'Italie qui prend les décisions pour les banques, après avoir consulté l'autorité antitrust ; pour les sociétés d'assurance, c'est l'Autorité antitrust qui reste compétente, mais elle doit consulter l'Isvap avant d'utiliser ses pouvoirs.

La surveillance en fonction des objectifs se fonde sur la distinction entre les contrôles de la stabilité et les contrôles relatifs à la bonne conduite et à la transparence. Conformément aux tendances les plus récentes de la réglementation, tout le système repose sur cette distinction, comme le souligne l'Article 5, et tous les intermédiaires financiers (sociétés d'investissement, banques, sociétés de gestion d'actifs, courtiers) à l'exception des compagnies d'assurance et des organismes de retraite sont soumis à un contrôle par la Banque d'Italie pour les questions relatives à la gestion des risques et à la stabilité financière et sont soumis à la réglementation de la Consob pour les questions relatives à la transparence et la bonne conduite. La division des tâches dans chaque cas correspond à ce principe général.

La distinction traditionnelle en fonction des institutions était de moins en moins efficace, les lignes de démarcation étant de plus en plus floues entre les différentes activités et catégories d'institutions. Des intermédiaires d'origine différente proposent désormais des produits et des services financiers similaires et composites. En outre, les réglementations qui limitaient certaines activités à certains types d'intermédiaires ont été supprimées. Le modèle de réglementation en fonction des objectifs correspond mieux à un marché intégré, où les intervenants peuvent être des intermédiaires à fonctions multiples ou des conglomerats. Ce système permet de définir clairement les sphères de compétences des institutions de contrôle, sans en multiplier indûment le nombre, et de faciliter la coopération transfrontière. En outre, sur la base de ce modèle, on peut mettre en correspondance les objectifs de surveillance et les instruments de façon à limiter les problèmes qui pourraient se poser en cas d'objectifs conflictuels.

L'approche réglementaire fondée sur les objectifs adoptée dans la loi consolidée implique que tous les intermédiaires doivent être contrôlés par deux

autorités. Comme cela peut conduire à un chevauchement des obligations de mise en conformité, la loi prévoit que la Banque d'Italie et Consob coordonnent leurs activités afin de minimiser la charge administrative des parties concernées, en se notifiant mutuellement toute mesure prise et toute irrégularité mise à jour dans le cadre de leur activité de surveillance.

La coopération et les échanges d'informations avec les autorités de surveillance des autres pays sont indispensables pour que les activités internationales des intermédiaires financiers se développent dans un environnement stable et transparent. Ce principe, énoncé dans les Directives de l'Union européenne et les documents de base sur la surveillance bancaire et à l'OICV, est confirmé dans la loi consolidée : la Banque d'Italie et la Consob coopèrent, en échangeant notamment des informations, avec les autorités compétentes des États membres de l'Union européenne afin de faciliter leurs fonctions respectives. Les informations communiquées à la Banque d'Italie ou à la Consob peuvent être transmises à d'autres autorités italiennes ou à des tierces parties conformément à la législation communautaire, sous réserve de l'approbation de l'organisation qui a fourni l'information. Des dispositions sont également prises pour assurer une coopération de même nature avec les autorités compétentes des États non membres de l'Union européenne.

La Banque d'Italie et la Consob exercent leurs fonctions de surveillance en adoptant des réglementations dans leurs domaines de compétence respectifs après consultation avec l'autorité qui n'est pas directement compétente (Article 6), en demandant aux personnes soumises à surveillance de fournir des chiffres et des informations, en s'adressant aux représentants juridiques de ces personnes (Articles 7 et 8) et en procédant à des inspections (Article 10). La Banque d'Italie et la Consob peuvent demander aux autorités compétentes d'un autre État membre de l'Union européenne de procéder à des vérifications *in situ* de succursales de SIMs et de banques établies sur leur territoire, ou convenir de procéder à une inspection directe par les autorités italiennes. En outre, les autorités d'un autre État membre de l'Union européenne, après notification de la Banque d'Italie et de la Consob, peuvent procéder à l'inspection des succursales de sociétés d'investissement et de banques de l'Union européenne établies en Italie qui relèvent de leur tutelle. Les deux autorités peuvent également passer des accords avec les organismes de tutelle d'États membres de l'Union européenne sur les procédures d'inspection des succursales de sociétés d'investissement et de banques établies sur leurs territoires respectifs.

Étant donné le rôle important que jouent les relations de groupe dans l'exercice des activités financières, la nouvelle loi introduit des réglementations concernant la surveillance consolidée qui s'appliquent non seulement aux groupes bancaires mais également aux groupes financiers qui contiennent des

SIMs ou des sociétés de gestion d'actifs (*società di gestione del risparmio*) (Articles 11 et 12). La Banque d'Italie peut passer des accords de coopération avec les autorités de contrôle des autres États membres de l'Union européenne pour assurer une surveillance consolidée des groupes qui exercent leurs activités dans plus d'un pays.

Les banques, les sociétés d'investissement et les sociétés de gestion d'actifs sont soumises à des procédures uniformes en cas de crise (Articles 56ff). La Banque d'Italie et la Consob peuvent demander à des intermédiaires de mettre un terme à toute irrégularité mise à jour et peuvent leur interdire de réaliser de nouvelles transactions, pour la protection des investisseurs. Ces mesures peuvent être appliquées à des intermédiaires italiens et à des intermédiaires étrangers (Article 58). Dans le cas d'une société d'investissement d'un État membre de l'Union européenne, les violations concernées relèvent de la compétence de l'État d'accueil.

B. Les sociétés de gestion des actifs : La notion de gestionnaire unique et l'augmentation de la gamme des activités des OPCVM

L'innovation la plus importante, sur le plan des services d'investissement, est l'introduction de la notion de « gestionnaire unique », c'est-à-dire une entité opérant à la fois dans le domaine de la gestion de portefeuille collectif et de la gestion de portefeuille pour les particuliers. Le secteur de la gestion d'actifs n'est pas très développé en Italie, notamment en raison des rigidités découlant de la législation et de la répartition des activités de gestion des actifs entre différentes catégories d'institutions. Les intermédiaires italiens sont d'une taille inférieure à celle des principaux acteurs internationaux dans ce domaine, qui ont pu bénéficier d'une souplesse opérationnelle et législative plus importante. Cependant le secteur de la gestion de portefeuille au sens large connaît depuis quelques années un essor considérable : à la fin de 1997, la gestion de portefeuille représentait plus de 18 pour cent du total des actifs financiers détenus par les ménages.

Avant l'adoption de la loi consolidée, la législation italienne était la suivante : la gestion de portefeuille pour les particuliers était assurée par les SIMs, les banques et les sociétés de fiducie, et la gestion de portefeuille collectifs était assurée par les organismes de placements collectifs. Toutefois, les compétences professionnelles exigées pour exercer des activités dans ces deux secteurs sont tout à fait semblables et l'on peut obtenir de grandes économies d'échelle en centralisant ces services. D'un point de vue opérationnel en fait, il s'agit dans les deux cas d'exécuter un mandat de gestion, de prendre des décisions d'investissement appropriées et de soumettre des états financiers corrects.

Les entreprises de gestion d'actifs (Article 13) sont les seules entités autorisées à proposer des services de gestion de portefeuille collectif (fonds d'investissement et organismes de retraite) et des services de gestion de portefeuille pour les particuliers. Les sociétés d'investissement et les banques sont autorisées à exercer des activités de gestion de portefeuille pour les particuliers (Article 18). Le regroupement de ces deux activités en une seule entité peut entraîner des conflits d'intérêt. On peut les éviter en renforçant les mesures de sauvegarde pour maintenir un cloisonnement entre les deux services et en imposant aux sociétés de gestion d'actifs un seul objectif d'entreprise pour les empêcher de s'engager dans tout autre type d'activité de service financier ou de service d'investissement. Les sociétés de gestion d'actifs reçoivent désormais un agrément unique. Il n'est plus nécessaire d'obtenir un agrément distinct pour chaque fonds (Article 34).

La centralisation des fonctions de gestion d'actifs est également possible pour la gestion des fonds d'investissement. Il s'agit de mettre un terme à l'approche selon laquelle un fonds ne pouvait être géré que par la société qui l'avait établie, et de permettre aux intermédiaires de confier la promotion et la gestion des fonds à d'autres sociétés en fonction de leurs exigences organisationnelles. La délégation d'un mandat de gestion est également autorisée pour les portefeuilles des particuliers, ce qui permet aux intermédiaires de choisir des solutions intégrées.

La définition des caractéristiques et des limites opérationnelles des instruments de placements collectifs, qu'il s'agisse de SICAV ou de SICAF et/ou d'investissements financiers ou dans l'immobilier incombe aux autorités administratives dans le but d'éviter les rigidités du système précédent qui relevait du législateur.

Les compétences réglementaires sont réparties entre le ministère du Trésor, la Banque d'Italie et la Consob. Le ministère définit les principes directeurs des activités des différentes catégories de fonds et peut décider d'introduire de nouvelles catégories d'instruments financiers ou de services d'investissement (Articles 37 et 18). La Banque d'Italie réglemente les aspects concernant la gestion des organismes de placement collectif et surveille la mise en application des règles prudentielles (Articles 35, 36, 38 et 39), alors que la Consob est chargée de faire respecter la transparence et les règles de bonne conduite (Articles 5, 6 et 40). Ce dispositif correspond au modèle d'une répartition des compétences en fonction des objectifs.

La loi introduit également de nouveaux types de fonds d'investissement, qui peuvent investir dans des actifs autres que des instruments financiers (valeurs, œuvres d'art, marchandises) ou dans des titres de créances (Article 1).

La Banque d'Italie et la Consob doivent recevoir une notification préalable de toutes les offres d'unités de fonds d'investissement de l'Union européenne en Italie (comme le prévoient les Directives 85/611/CE et 82/220/CE). Les réglemen-

tations de la Banque d'Italie déterminent le contenu de la notification et les procédures à mettre en œuvre ; les réglementations de la Consob fixent les normes de divulgation et les procédures de distribution. Pour ce qui concerne les offres de fonds non harmonisés, la Banque d'Italie accorde son autorisation après consultation avec la Consob, à condition que les dispositions opérationnelles soient compatibles avec celles qui régissent le système italien (Article 42).

C. La réforme de la bourse et des marchés réglementés

La bourse italienne était auparavant une institution publique. Les dispositions concernant l'admission des intermédiaires ou leur exclusion des marchés, l'admission des titres à la cote et les pouvoirs réglementaires concernant le système de transactions ainsi que la divulgation des informations relevaient de la compétence de la Consob, autorité de contrôle.

Ce dispositif a été jugé dépassé et peu à même d'encourager les marchés financiers à concurrencer ceux des autres pays. La nouvelle loi affirme le principe selon lequel l'organisation et la gestion des marchés réglementés pour les instruments financiers sont conçues dans un esprit d'entreprise, et doit être réalisée par des sociétés à responsabilité limitée, notamment des organisations à but non lucratif (Article 61). Le caractère entrepreneurial de cette activité signifie que les marchés doivent être gérés en fonction de critères d'économie et d'efficacité. Le choix du régime de responsabilité limitée permet d'avoir recours au droit des sociétés pour lever des fonds et mettre en place les organismes de gestion et de surveillance.

Les règles régissant l'organisation et la gestion d'un marché sont déterminées par la société de gestion et approuvées lors d'une réunion générale ordinaire. Ces règles définissent les conditions de l'admission des intermédiaires et de celle des instruments financiers ; le déroulement des opérations et les obligations de divulgation des prix (Article 62). La société de gestion fixe les règles de participation des opérateurs et de l'admission des titres à la cote.

Les réglementations sont présentées à la Consob, qui évalue selon « leur capacité à garantir la transparence du marché, le déroulement ordonné des transactions et la protection des investisseurs » (Article 63) ; ce sont les critères dont la Consob s'inspire pour surveiller les activités de marché (Article 74).

La responsabilité des stratégies organisationnelles et de gestion incombe donc à la société de gestion : les autorités jugent de leur compatibilité avec l'intérêt général tel qu'il est défini dans les trois concepts mentionnés dans la loi.

Étant donné que les marchés de gros de titres d'emprunt d'État jouent un rôle déterminant dans le financement des besoins d'emprunt du secteur public, la

réglementation de ce marché et l'approbation des règles fixées par les sociétés de gestion relèvent de la compétence du ministère du Trésor.

La Consob est chargée de promouvoir l'intérêt général mais également de surveiller les transactions organisées d'instruments financiers à l'extérieur des marchés réglementés, où elle doit assurer la protection des investisseurs et garantir l'efficacité des mécanismes de détermination des prix.

La transformation des marchés financiers italiens a commencé en 1997 avec la modification des cadres organisationnels existants, remplacés par les nouvelles sociétés de gestion. Les plans de mise en place des nouvelles sociétés ont été approuvés par la Consob (pour la bourse) et par le ministère du Trésor (pour le marché de gros des titres d'emprunt d'État).

La Consob a déjà approuvé les réglementations qui lui ont été soumises par Borsa Italiana S.p.A., qui a été créée pour gérer la bourse, le second marché et les marchés des produits dérivés. MTS S.p.A. a rédigé de nouvelles réglementations pour la gestion du marché de gros sur écran des titres d'emprunt d'État.

La compétitivité des marchés dépendra partiellement des économies d'échelle et de champ que l'on pourra faire en coordonnant les marchés et en concentrant certains services auxiliaires, tels que les services de compensation de règlement et de garantie des transactions proposés par les chambres de compensation. Les sociétés de gestion recherchent actuellement les solutions les plus efficaces.

L'approbation des statuts et des réglementations de Borsa Italiana S.p.A. et la vente des actions des sociétés de gestion des marchés a permis de soulever la question des conflits d'intérêt potentiels entre les actionnaires, les tiers et les différentes catégories de participants au marché.

L'élément constitutif prévoit la création d'un comité consultatif représentant les émetteurs, les intermédiaires et les investisseurs institutionnels et l'adoption d'un code de conduite pour éviter les conflits d'intérêt.

La cession d'actions de Borsa Italiana S.p.A. a eu lieu en septembre 1997 par une adjudication à prix multiple, au cours de laquelle 50 pour cent du capital a été attribué aux banques et aux sociétés d'investissement. Les banques ont en réalité acheté 63 pour cent des actions, les sociétés d'investissement 29 pour cent et les investisseurs institutionnels 8 pour cent. La cession d'actions a permis d'évaluer Borsa Italiana S.p.A. à 53 milliards de liras (30 millions de \$). La majorité des membres du Conseil des directeurs sont issus du secteur bancaire italien. Il y a un directeur représentant les banques étrangères, deux directeurs représentant les investisseurs institutionnels et un directeur représentant les émetteurs de titres cotés.

L'un des aspects caractéristiques des mesures introduites par la loi consolidée est que la Banque d'Italie est chargée de la surveillance des marchés qui présentent de l'importance du point de vue de la politique monétaire. Cette fonction est différente de sa fonction de base, qui est d'assurer la surveillance de la stabilité de la solidité des banques, des sociétés d'investissement et des autres intermédiaires financiers.

La loi identifie dans cet objectif deux catégories de marchés susceptibles d'orienter la politique monétaire : les marchés de gros des titres d'emprunts d'État et les marchés interbancaires.

Le marché de gros de titres d'emprunt d'État, qui fait partie des marchés réglementés, est soumis à la surveillance de la Banque d'Italie sur le plan de l'efficacité et du bon déroulement des opérations. La Banque d'Italie surveille aussi la société qui gère ce marché (Article 76). Le marché des dépôts interbancaires n'est pas un marché réglementé pour le moment. La Banque d'Italie exerce les mêmes pouvoirs que la Consob pour ce qui concerne les marchés de gré à gré (Article 79).

Outre la pluralité des sociétés de gestion et des marchés, la loi prévoit que plusieurs dépositaires centraux se feront concurrence pour les instruments financiers, ce qui met un terme au monopole dont bénéficiait Monte Titoli S.p.A. La Banque d'Italie cédera ses participations dans cette société conformément au principe selon lequel l'organisation et la gestion de ce type d'activité doivent être confiées à des intérêts privés. Les compétences de la Banque d'Italie en matière de surveillance ont été élargies aux organismes de dépôt central, cette surveillance devant s'exercer en liaison avec la Consob (Article 82). Le système de comptes de titres d'emprunt d'État centralisé, géré jusqu'à présent par la Banque d'Italie, pourrait être transféré à une société de gestion privée, dans un cadre réglementaire défini par le ministère du Trésor.

D. *Liberté d'établissement et prestation transfrontière de services par les sociétés d'investissement européennes ; accès des sociétés ne faisant pas partie de l'Union européenne*

Aux termes des directives de l'Union européenne, les sociétés d'investissement européennes peuvent librement établir des succursales et fournir des services d'investissement transfrontières en Italie.

L'accès des sociétés d'investissement ne faisant pas partie de l'Union européenne par le biais de l'établissement de succursales est soumis à des obligations équivalentes à celles qui s'appliquent aux sociétés italiennes (capitalisation minimale, soumission d'un business plan et rapport sur l'organisation, l'expérience et l'intégrité des dirigeants, tous ces éléments étant évalués au niveau

même de la succursale) ; les sociétés doivent remplir également les conditions suivantes :

- exercice dans le pays d'origine des activités d'investissement et de services qu'elles prévoient de fournir en Italie ;
- présence dans le pays d'origine de réglementations équivalentes à celles qui régissent les sociétés d'investissement en Italie ;
- existence d'accords de coopération entre la Banque d'Italie et la Consob et les autorités de contrôle compétentes du pays d'origine ;
- conditions de réciprocité dans la mesure où les accords internationaux le permettent.

Les sociétés d'investissement étrangères, qu'elles soient européennes ou non, sont autorisées à exercer leurs activités sur les marchés italiens réglementés (Article 25).

E. Les nouvelles réglementations relatives au gouvernement d'entreprise

En règle générale, le problème de la définition de règles relatives au gouvernement d'entreprise consiste à trouver le bon équilibre entre l'indépendance et la continuité de l'action des dirigeants de l'entreprise et l'adéquation des pouvoirs de contrôle des actionnaires.

Le contrôle des entreprises doit être stable pour que l'on puisse poursuivre des stratégies cohérentes mais elle doit être également contestable afin de pouvoir permettre de remplacer les dirigeants et les directeurs si de nouveaux entrepreneurs proposent de réorienter le potentiel de la société dans de nouvelles directions. La contestabilité du contrôle est fortement affectée par les règles concernant les offres publiques obligatoires, qui peuvent augmenter le coût des rachats d'entreprises, en raison de plafonnements applicables aux participations croisées et de la durée des accords passés entre les actionnaires.

En tant qu'investisseurs en titres négociables dans le public, les actionnaires ont également le droit d'être protégés sur le plan économique. L'une des conditions préalables à la levée de capitaux sur le marché unique européen et sur les marchés internationaux est la possibilité de disposer d'informations de très bonne qualité, qui permettent aux investisseurs d'évaluer les sociétés en toute connaissance de cause.

Globalement, les dispositions de la loi qui portent sur le gouvernement d'entreprise favorisent la contestabilité du contrôle et la réallocation du capital. A moyen terme, les nouvelles réglementations portant sur les offres obligatoires, le maintien de restrictions en matière de participations croisées, la durée des

accords d'actionnaires et les votes par procuration devraient transformer radicalement la structure de l'actionnariat des entreprises italiennes.

En ce qui concerne les offres publiques faisant suite à une prise de contrôle, si l'on veut assurer la protection des investisseurs lorsque le contrôle a été transféré à une nouvelle majorité, les actionnaires qui le souhaitent doivent avoir la possibilité de céder les actions de la société dans des conditions satisfaisantes. La loi prévoit qu'une partie de la prime payée par la nouvelle majorité pour acquérir le contrôle de la société soit reversée à ces actionnaires.

La solution adoptée est semblable à celle qui est déjà en vigueur en France et en Grande-Bretagne. La loi prévoit une offre de rachat dans le public de toutes les actions de la société ciblée lorsqu'un seuil spécifique de participation a été dépassé (30 pour cent des actions ordinaires). Le prix d'offre dans ce cas représente la moyenne entre le cours des actions sur le marché pendant les douze mois précédents et le prix le plus élevé payé par l'acheteur pour les actions acquises pendant cette période.

L'offre de toutes les actions en cours est également obligatoire lorsque le seuil est dépassé par un groupe d'investisseurs agissant de concert. On peut parler d'action concertée lorsqu'il y a des accords entre les acheteurs ou lorsqu'ils sont membres d'un même groupe de sociétés.

L'obligation de faire une offre pour toutes les actions en cours ne s'applique pas si la participation de plus de 30 pour cent a été obtenue par une offre publique volontaire portant sur au moins 60 pour cent des actions.

Les offres volontaires peuvent se faire concurrence, sans limitation de hausse. L'assemblée des actionnaires de la société ciblée peut décider de prendre des mesures défensives en cas d'OPA inamicale.

Au terme de la loi, le plafonnement à 2 pour cent des participations croisées entre sociétés cotées est maintenu, ce qui est plus restrictif que dans les autres pays européens.

L'interdiction de prendre des participations au-delà de cette limite a été étendue à toutes les sociétés appartenant au même groupe afin d'empêcher qu'elles ne contournent le principe établi par la loi. En cas de non respect de cette interdiction, le droit de vote attaché à toutes les actions dépassant cette limite est supprimé.

En revanche, on admet que les participations croisées peuvent faire partie de stratégies industrielles pour les sociétés concernées. La loi précise donc que les assemblées des actionnaires des sociétés impliquées peuvent autoriser l'acqui-

tion de participations croisées à hauteur de 5 pour cent maximum, ce qui permet d'assurer la transparence du dispositif mis en place pour former ces alliances.

Les accords entre actionnaires sur l'exercice des droits de vote lors des assemblées d'actionnaires et sur le transfert d'actions constituent un instrument important de maintien du contrôle sur les sociétés. Ces accords reflètent le libre arbitre des parties concernées, mais la contestabilité du contrôle ainsi exercé s'en trouve réduite.

Il est donc désormais obligatoire de rendre ces accords publics et la durée de ces accords est limitée. La nouvelle loi prévoit, outre la notification de ces accords à la Consob et la publication des extraits dans les journaux spécialisés, l'enregistrement du texte au Registre du commerce. Le temps imparti pour la durée des accords à terme fixe est de trois ans ; les parties à des accords de durée variable peuvent se retirer sur préavis de six mois.

Les parties à un accord qui souhaitent accepter une offre pour les actions en question peuvent se retirer sans préavis.

La loi consolidée permet d'aller au-delà des limites étroites prévues par le Code civil pour les votes par procuration représentant les actionnaires dans les assemblées générales. Le système introduit par la loi permet à une personne qui détient au moins 1 pour cent du capital d'une société d'engager un intermédiaire pour rassembler les procurations et voter conformément au contenu de la proposition de vote par procuration. Le rôle de l'intermédiaire peut être joué par des banques et autres entités soumises à surveillance, mais aussi par les sociétés dont la fonction est de rassembler des procurations et de représenter les actionnaires lors des assemblées générales. Les associations d'actionnaires peuvent également recueillir des procurations auprès de leurs membres.

Les règles de bonne conduite et la transparence en matière de sollicitation et de collecte des votes par procuration feront l'objet d'une réglementation établie par la Consob.

F. Le conseil syndical et les droits des actionnaires minoritaires

L'assemblée des actionnaires est tenue d'élire un conseil syndical chargé de surveiller les activités de la société. Auparavant, les contrôles effectués par ces conseillers syndicaux n'étaient pas particulièrement efficaces, du fait des pouvoirs relativement limités dont ils disposaient et de leur manque d'indépendance vis-à-vis des directeurs. En outre, dans le domaine du contrôle comptable, il y avait double emploi entre les activités confiées au conseil syndical et les activités

confiées à des auditeurs externes, ce qui risquait d'atténuer la responsabilité des deux groupes.

La nouvelle loi redéfinit le mandat du conseil syndical et met l'accent sur le contrôle de la rigueur avec laquelle la société est gérée, notamment en ce qui concerne les conflits d'intérêt et la divulgation dans le public d'informations par les sociétés appartenant au groupe. Les contrôles comptables seront désormais effectués par des auditeurs externes. Dans l'objectif de renforcer l'indépendance du conseil syndical, la loi exige qu'au moins un de leurs membres soit élu par les actionnaires minoritaires.

Afin d'établir un lien entre les contrôles effectués par le conseil syndical et ceux effectués par l'autorité de contrôle, la loi prévoit que le conseil syndical informe la Consob de toute irrégularité constatée dans l'exercice de ses fonctions. Le conseil syndical est autorisé à coopérer avec les auditeurs externes, dans certaines limites fixées par la loi, pour l'échange des informations nécessaires à l'exercice de leurs fonctions respectives.

La loi renforce les droits des actionnaires minoritaires en abaissant le seuil de participation requis pour prendre des mesures telles que la convocation d'une assemblée générale, la demande d'une enquête par le conseil syndical et la notification aux tribunaux d'irrégularités de la part des directeurs et des auditeurs. Le seuil de 10 pour cent de participation au capital nécessaire pour pouvoir convoquer une assemblée générale correspond aux réglementations en vigueur en Grande-Bretagne et en France.

En vertu de la nouvelle loi, les actionnaires minoritaires détenant au moins un vingtième du capital actions peuvent prendre des mesures pour exiger des dirigeants, des membres du conseil syndical et des cadres de l'entreprise qu'ils respectent leurs engagements. De cette manière, les actionnaires minoritaires peuvent exercer un pouvoir attribué à la majorité de l'assemblée générale, qui peut bien sûr être dominé par les actionnaires qui ont élu des dirigeants à l'encontre desquels ces mesures s'adressent. La solution est la même que celle adoptée en droit français et allemand, mais avec un seuil de participation de 10 pour cent.

Le quorum prévu pour les assemblées extraordinaires est fixé aux deux tiers du capital représenté lors de la réunion, comme en droit français. Ce quorum, qui était de la moitié du capital actions à la première convocation, a été relevé pour protéger les intérêts des actionnaires minoritaires de décisions qui pourraient leur être préjudiciables et pour inciter les actionnaires à assister aux réunions.

IV. Japon

Revitalisation du système financier

A. *Mise en place de procédures d'intervention auprès des institutions financières en difficulté*

Après des débats animés entre les autorités gouvernementales et les partis de l'opposition, un projet de loi sur la revitalisation du système financier, avec un « projet concernant les mesures d'urgence pour la revitalisation des fonctions du système financier » visant à développer et améliorer les procédures d'intervention auprès des institutions financières en difficulté a été soumis à la Chambre des Représentants le 2 octobre et adopté ce même jour. Par la suite, le projet de loi a été communiqué à la Chambre des conseillers et promulgué le 12 octobre. Les principaux éléments de cette nouvelle législation sont les suivants :

Aperçu général

La nouvelle législation a deux objectifs : elle cherche à développer et améliorer les procédures d'intervention auprès des institutions financières en difficulté, en ayant recours à des administrateurs financiers, des banques relais, des mises sous régime public spécial et des rachats des actifs des institutions financières. Elle vise également à renforcer les procédures d'intervention auprès des banques en difficulté en créant une Commission de revitalisation financière et un Organisme de recouvrement et de liquidation.

1. *Comité de revitalisation financière*

Le Comité de revitalisation financière est composé d'un président (ministre d'État) et de quatre personnalités de la société civile. L'Agence de supervision financière (ASF) est placée sous l'égide de la Commission de revitalisation financière. La Commission sera chargée de régler les problèmes auxquels sont confrontés les institutions financières, de mettre au point des plans de liquidation et des procédures de gestion des crises financières, et de surveiller et contrôler les institutions financières.

- a. L'amélioration des procédures d'intervention auprès des institutions financières en difficulté

Jusqu'au 31 mars 2001, le Comité de revitalisation financière sera chargé de régler les problèmes auxquels sont confrontés les institutions financières 1) en

plaçant l'institution financière en faillite sous le contrôle d'administrateurs financiers ; 2) en plaçant les banques en faillite ou en danger imminent de faillite sous régime public spécial, par le biais d'une nationalisation sous forme de rachat obligatoire des actions des institutions par l'Organisme d'assurance des dépôts.

Si une institution privée se porte acquéreur de l'institution financière en faillite, les administrateurs financiers procéderont au transfert des activités de l'institution en faillite à son successeur. S'il n'y a pas de successeur, les activités seront assurées par une banque-relais (organisme public de relais) établie par l'Organisme d'assurance des dépôts. La banque relais continuera à accorder des prêts aux emprunteurs solvables, sur une base temporaire, jusqu'à la reprise des activités par un acquéreur privé.

La mise sous régime public spécial aura lieu dans les cas suivants : 1) si une banque est en faillite, et qu'il s'avère que cette faillite peut poser des risques systémiques pour l'ensemble du système financier ou entraîner une baisse importante de l'activité économique dans les régions géographiques ou les secteurs industriels dans lesquels la banque a exercé ses activités ; et 2) s'il s'avère que la faillite de la banque peut entraîner une série d'autres faillites et avoir une incidence importante sur les marchés internationaux des capitaux. Les dirigeants d'une banque mise sous régime public spécial seront mis à pied soit lors de la réhabilitation de la banque conformément à un plan de restauration, soit lors de son transfert à une institution se portant acquéreur, soit lors du transfert ou de la liquidation de ses actions.

b. Modification et divulgation dans le public de l'auto-évaluation des actifs des institutions financières

Les institutions financières sont tenues de procéder à des auto-évaluations de la qualité de leurs actifs, conformément aux critères stipulés dans la réglementation de la Commission de revitalisation financière. Les institutions devront communiquer à la Commission de revitalisation financière les résultats de leurs auto-évaluations et les divulguer dans le public.

2. *Création d'un Organisme de recouvrement et de liquidation*

L'Organisme de recouvrement et de liquidation, version japonaise de la Resolution and Trust Corporation aux États-Unis, sera issu de la fusion de la Banque de recouvrement et de liquidation et de la Caisse d'administration des crédits au logement, ce qui permettra de renforcer le dispositif de recouvrement des créances non performantes.

Jusqu'au 31 mars 2001, l'Organisme de recouvrement et de liquidation pourra racheter les créances non performantes des institutions en faillite placées sous contrôle d'administrateurs financiers, de banques relais, de régimes publics spéciaux ou d'autres institutions financières.

3. *Mise en place d'un plafond de 18 000 milliards de yen de garanties publiques concernant le compte de revitalisation financière*

Des garanties publiques seront accordées pour les capitaux empruntés par l'Organisme d'assurance des dépôts au titre de son compte de revitalisation financière pour mener à bien ses opérations de revitalisation financière, telles que la création de banques relais, la mise sous régime public spécial, et le rachat des actifs des institutions financières. A ce titre, un plafond de garantie de 18 000 milliards de yen a été instauré dans le cadre du deuxième budget complémentaire au titre de l'exercice 1998.

B. *Adoption de mesures immédiates de renforcement du système financier*

Les autorités gouvernementales et les partis de l'opposition se sont également consultés pour réviser un projet d'adoption de mesures initiales de renforcement du système financier afin de résoudre les problèmes rencontrés par les institutions affaiblies mais néanmoins viables. Le projet révisé de renforcement initial du secteur financier a été soumis à la Chambre des Représentants le 12 octobre et adopté le jour d'après. Par la suite, le projet a été soumis à la Chambre des Conseillers et promulgué le 16 octobre. Les principaux éléments de cette nouvelle loi sont les suivants :

Aperçu général

La loi sur le renforcement immédiat de la fonction financière a été adoptée par la Diète le 16 octobre. L'objectif de cette loi est d'assurer une remise en état rapide des fonctions du système financier, par le biais de cessions des créances non performantes des institutions financières et de la mise au point d'un nouveau système de recapitalisation des institutions financières.

1. *Recapitalisation par achat d'actions ordinaires*

L'Organisme de recouvrement et de liquidation pourra racheter les actions ordinaires des banques fortement sous-capitalisées ou en situation de sous-capitalisation *critique*, après avoir examiné les demandes formulées par les banques concernées.

Ces banques fourniront à la Commission de revitalisation financière des plans de redressement, avec d'éventuelles propositions de restructuration. La Commission de revitalisation financière approuvera ces demandes à condition qu'il y ait une réelle perspective de redressement, et que, conformément aux plans présentés, les banques prennent réellement les mesures qui s'imposent, et qui peuvent conduire à changer l'équipe dirigeante ; à mettre au point des systèmes visant à clarifier la responsabilité des dirigeants ; à réviser les structures salariales ; à réduire le nombre de cadres dirigeants ; à effectuer des compressions d'effectifs ; à fermer des succursales ; à interrompre le paiement de dividendes, et à réduire leur capital.

Sous réserve de l'autorisation de l'Organisme d'assurance des dépôts, c'est l'Organisme de recouvrement et de liquidation qui exercera les droits de vote. Pour ce qui concerne les banques qui sont devenues des filiales de l'Organisme de recouvrement et de liquidation, ce dernier gèrera, sous l'égide et en liaison avec l'Organisme d'assurance des dépôts, les filiales de façon à leur permettre de mettre en œuvre les plans de redressement.

Les actions rachetées seront rapidement liquidées. Si le rachat des actions d'une institution représente plus de 50 pour cent des actions ordinaires, le pourcentage détenu sera réduit à 50 pour cent ou moins dans l'année (avec possibilité de deux prorogations d'un an).

2. *Récapitalisation par achat d'actions privilégiées, etc.*

Après examen des demandes effectuées par les institutions financières, l'Organisme de recouvrement et de liquidation pourra racheter leurs actions privilégiées et/ou leurs obligations subordonnées, et faire des prêts subordonnés.

La Commission de revitalisation financière approuvera ces demandes si elle est convaincue que les institutions financières concernées vont réellement prendre les mesures qui s'imposent en matière de restructuration dans d'autres domaines, conformément aux plans de redressement et en fonction de leur niveau de capitalisation. Les institutions financières ayant un coefficient de capitalisation de 8 pour cent ou plus ne pourront en principe obtenir ces autorisations que si elles fusionnent avec d'autres institutions financières confrontées à des problèmes d'exploitation, ou si elles ont un besoin crucial de recapitalisation pour éviter une crise de crédit brutale et importante.

En outre, les actions privilégiées et autres catégories d'actions d'institutions financières qui reprennent les institutions financières en faillite peuvent également être rachetées sur demande.

3. *Exemption des procédures de réduction du capital*

S'il convient de procéder à des réductions de capital pour clarifier les responsabilités des actionnaires vis-à-vis des institutions financières, des exemptions de l'application des procédures de protection des créanciers prévues par le Code du commerce seront prévues.

4. *Mise en place d'un plafond de 25 000 milliards de yen de garanties publiques au titre du compte de renforcement immédiat de la fonction financière*

Des garanties publiques seront accordées aux emprunts de l'Organisme d'assurance des dépôts au titre de son compte de renforcement immédiat de la fonction financière pour mener à bien ses activités de renforcement immédiat, telles que l'acquisition d'actions d'institutions financières. Ces garanties à hauteur de 25 000 milliards de yen ont été accordées dans le cadre du deuxième budget complémentaire de l'exercice 1998.

C. *Promotion de la revitalisation du système financier*

Avec la promulgation des deux lois mentionnées ci-dessus, le cadre fondamental de revitalisation et de stabilisation du système financier a été mis en place. En outre, pour améliorer la liquidité des actifs immobiliers et des autres catégories d'actifs, un système d'aide à la création d'entreprises privées spécialisées dans la gestion et la liquidation de créances. A l'heure actuelle, seuls les avocats sont autorisés à exercer cette activité. En outre, les procédures d'adjudication, qui sont souvent lentes et complexes, seront simplifiées.

Le gouvernement estime qu'il faut revitaliser et stabiliser le système financier le plus rapidement possible et encourager en ce sens la liquidation des créances non performantes par tous les moyens possibles.

V. *Corée*

La restructuration financière en Corée se déroule conformément aux critères d'évaluation déterminés en collaboration avec le FMI et la Banque mondiale et aux plans précédemment annoncés. La réforme du secteur financier en Corée se concentre sur la restructuration du secteur financier, la libéralisation du marché des capitaux et le développement et le renforcement de la réglementation et de la surveillance prudentielle. Le gouvernement coréen a déjà fermé plusieurs institutions financières non viables, notamment 16 banques d'affaires, 2 maisons de titres et une société de fiducie, et a suspendu les activités d'autres institutions financières en difficulté, notamment certaines compagnies d'assurance. Au total, à

la fin septembre 98, 94 institutions financières ont vu leurs activités suspendues ou ont été fermées.

A. Le secteur bancaire

A la fin de décembre 1997, 13 banques se conformaient au ratio de fonds propres de la BRI et 12 banques avaient un ratio fonds propres/actifs inférieur au minimum de 8 pour cent. La commission de surveillance financière a examiné les plans de redressement présentés par les 12 banques en difficulté.

1. *Évaluation de la viabilité*

La Commission de surveillance financière a réparti, dans une optique de viabilité les 12 banques en difficulté en trois catégories : les banques dont les plans de redressement sont refusés ; les banques dont les plans de redressement sont acceptés sous réserve ; et les banques dont les plans de redressement sont acceptés.

- *Plans de redressement refusés* : cette catégorie se compose de banques dont les plans de redressement ont été rejetés dès le départ, parce que la Commission a considéré que ces banques n'avaient guère de chances de mener à terme leurs plans de redressement et qu'elles étaient donc incapables d'exercer leur activité normalement. Cinq banques ont été classées dans cette catégorie.
- *Approbation sous réserve* : cette catégorie comporte 7 banques dont les plans ont été approuvés sous réserve de mesures correctives imposées par la Commission financière.
- *Plans acceptés* : aucune des 12 banques n'a été classée dans cette catégorie.

2. *Fermeture des banques non viables*

Les cinq banques non viables (dont le plan de redressement a été rejeté) (Dong Hwa Bank, Dongnam Bank, Dac Dong Bank, Chung Chong Bank, et Kyungi Bank) ont été liquidées au mois de juillet par le biais de « dispositifs d'achat et d'affectation ». Leurs actifs et leurs passifs ont été transférés aux banques se portant acquéreur, qui ont été sélectionnées en fonction de leur solidité financière (le ratio fonds propres/endettement devant être de 10 pour cent ou plus), de leur stratégie commerciale à long terme, et de leurs avantages comparatifs. Les cinq banques se portant acquéreur ont été Shinhan Bank, Housing and Commercial Bank, Kookmin Bank, Hana Bank et Koram Bank.

Afin de garantir la solidité des banques se portant acquéreur, seuls les actifs de bonne qualité des banques liquidées ont été transférés. Les actifs non performants, classés comme improductifs ou classés dans des catégories inférieures, ont été exclus. Du côté du passif, tout le passif a été transféré, à l'exception des provisions constituées par les banques en liquidation et des fonds destinés au paiement des indemnités de licenciement et des retraites.

D'autres mesures de sauvegarde ont été prises pour contenir les risques entraînés par ces procédures d'achat et de reprise :

- La Société coréenne d'assurance des dépôts (KDIC) a couvert tous les déficits nés du transfert des éléments d'actif et de passif.
- La Société coréenne de gestion des actifs (KAMCO) et la KDIC soutiennent le dispositif de cession des créances non performantes par les banques se portant acquéreur, ainsi que la recapitalisation de ces dernières.
- Aux termes d'une période déterminée après les transactions d'achat et de reprise, les banques se portant acquéreur pourront exercer une option de vente et demander à la KAMCO de racheter des actifs si ces derniers se révèlent ultérieurement improductifs.

3. *Adjudication internationale de deux banques en difficulté*

La Korea First Bank et la Seoul Bank seront cédées par adjudication le plus tôt possible. Les mesures préparatoires à l'adjudication sont en cours, il s'agit notamment de compressions d'effectifs et de suppressions de succursales.

Afin de garantir la transparence du processus d'adjudication, une société d'audit internationalement respectée (Coopers & Lybrand) a évalué les capitaux propres des deux banques, et Morgan Stanley, banque d'investissement basée aux États-Unis, a été choisie comme manager principal de l'adjudication.

4. *La restructuration des banques viables*

Les banques viables, soit les 13 banques jugées saines et les 7 banques ayant reçu une approbation sous réserve de leur plan de redressement, prennent les mesures correctives imposées par la Commission de surveillance pour améliorer leur situation financière. A l'heure actuelle, les modalités de restructuration des banques viables varient en fonction de leur situation financière et de leur stratégie commerciale.

- a. Fusions : A l'heure actuelle, 6 grandes banques procèdent volontairement à des fusions pour augmenter leurs économies d'échelle et leur efficience.
 - La Commercial Bank of Korea et Hanil Bank, qui avaient toutes deux reçu une approbation sous réserve de leur plan de redressement, prennent actuellement des mesures pour fusionner et prendre les mesures correctives exigées comme condition préalable au soutien des pouvoirs publics, et procèdent notamment à des réductions de capital.
 - Hana Bank (une banque financièrement solide) et Boram Bank devraient signer leur contrat de fusion incessamment.
 - Kookmin Bank et Korea Long Term Credit Bank ont annoncé le 11 septembre leur décision de fusionner et prennent actuellement les dispositions nécessaires. La fusion devrait être réalisée en novembre.
- b. Mesures de redressement : Les banques ayant reçu une approbation sous réserve qui ne sont pas impliquées dans des transactions de fusion prennent des mesures de redressement, qui consistent à céder leurs créances non performantes, à lever des capitaux frais et à simplifier leurs opérations commerciales.
 - Ces plans de redressement, après avoir été examinés, ont finalement été approuvés par la Commission de surveillance bancaire. La mise en application de ces plans sera suivie de près avant que les pouvoirs publics apportent leur soutien.
 - Les banques considérées comme non viables après avoir pris toutes les mesures de redressement devront envisager soit des opérations de fusion et d'acquisition, soit des opérations d'achat et de reprise comme seul moyen d'améliorer leur capitalisation.
- c. Réforme de la gestion : Neuf banques jugées saines, non impliquées dans des opérations de fusion, notamment les cinq banques concernées par les opérations d'achat et de reprise, pourraient se trouver encore dans une situation financière risquée.

La Commission de surveillance bancaire a procédé à l'examen de ces banques relativement saines et procédé à l'examen de leur situation financière et leurs pratiques en matière de gestion. Au mois de septembre, la Commission a imposé des mesures correctives aux banques jugées potentiellement en danger.

B. Institutions financières non bancaires

Banques d'affaires : Le gouvernement a révoqué les agréments de 16 banques d'affaires sur un total de 30. Les 14 banques d'affaires restantes font l'objet d'une

surveillance : elles doivent mettre en œuvre des plans de redressement et parvenir au coefficient d'adéquation de fonds propres fixé par la BRI à 8 pour cent.

Sociétés d'affacturage : Sur un total de 25 sociétés d'affacturage, 10 seront soit liquidées, soit rachetées. Ces 10 sociétés à l'heure actuelle sont en liquidation de leur propre initiative, ou procèdent à un transfert d'actifs et de passifs à une société d'affacturage « relais ». Le gouvernement assurera le suivi des 15 sociétés d'affacturage restantes pour vérifier la mise en application de leur plan de redressement.

Compagnies d'assurance : La Commission a décidé de liquider les 4 compagnies d'assurance qui avaient vu leurs activités suspendues précédemment. Les 16 sociétés d'assurance restantes doivent prendre des mesures pour améliorer leur gestion. La Commission assurera le suivi de leurs progrès.

Autres institutions financières non bancaires : Les autres institutions financières non bancaires – maisons de titres, sociétés d'investissement, mutuelles d'épargne et sociétés de financement – sont soumises à un procédé similaire de restructuration.

C. *Support budgétaire pour la restructuration financière*

Le gouvernement coréen a souligné que les restructurations financières devraient en principe, être financées par les institutions financières elles-mêmes. Dans la pratique, cependant, il est presque toujours nécessaire d'apporter une aide aux institutions financières, car il leur est extrêmement difficile de lever les capitaux sur les marchés d'actions et les marchés de l'immobilier dans un contexte économique difficile. Le gouvernement est parfaitement conscient des risques d'aléa moral que son soutien financier peut comporter. En conséquence, la position prise par le gouvernement est qu'il n'aidera pas les institutions financières qui n'ont pas pris de mesures décisives pour réduire leurs dépenses et se recapitaliser en attirant l'investissement étranger. Les banques sont tenues de réduire la valeur du capital de leurs actionnaires actuels, et de mettre leurs dirigeants devant leurs responsabilités. Si les institutions financières remplissent ces conditions, le gouvernement coréen mettra à disposition le soutien nécessaire pour redevenir solvables.

Le gouvernement coréen prévoit de dépenser un total de 64 000 milliards de won (dont 14 000 milliards ont déjà été dépensés) pour faciliter le processus de réforme financière. Sur les 64 000 milliards de won, 32 500 milliards de won seront affectés au rachat de créances non performantes, et 31 500 milliards de won à la recapitalisation et aux remboursements des déposants.

D. *Libéralisation des marchés de capitaux*

La Corée a procédé rapidement à la libéralisation de son marché de capitaux.

- Le plafonnement des prises de participations étrangères a été totalement éliminé en mai 1998.
- Les étrangers sont désormais autorisés à investir en obligations locales et en instruments du marché monétaire sans restriction.
- La libéralisation totale des transactions en devises a été adoptée et sera mise en œuvre en deux étapes, à compter du 1^{er} avril 1999.
- Les restrictions aux OPA inamicales par les étrangers ont été totalement supprimées en mai 1998.

1. *Nouvelle loi pour la promotion de l'investissement étranger*

La nouvelle loi sur la promotion de l'investissement étranger entrera en vigueur en novembre 1998. En vertu de cette nouvelle loi, les procédures administratives de l'IDE seront très fortement simplifiées et plus transparentes :

- *Exemption et réduction fiscale* : L'impôt sur les entreprises et l'impôt sur les revenus bénéficieront d'exemptions de réductions au titre de l'IDE dans certains secteurs jugés prioritaires, tels que la haute technologie, pendant une durée de 10 ans (exemption totale pendant les 7 premières années et réduction de 50 pour cent de l'impôt pendant les trois années suivantes).
- *Possibilités de location à faible coût* : Des propriétés immobilières, nationales et publiques seront louées à des sociétés d'investissement étrangères pour une durée de 50 ans maximum. La nouvelle loi permet des exemptions sur les loyers et des réductions au titre de l'IDE.
- *Zone d'investissement libre* : Une zone d'investissement libre sera créée pour convenir à l'IDE à grande échelle. La localisation de cette zone sera déterminée à la demande des investisseurs étrangers. Différentes mesures de soutien, notamment des infrastructures et des préférences fiscales, seront accordées aux entreprises étrangères exerçant leurs activités dans cette zone.

2. *Libéralisation des transactions en devises*

La loi sur les changes a été remplacée par la nouvelle loi sur les transactions de change en septembre 1998. Les mesures de libéralisation prévues par cette nouvelle loi seront mises en œuvre en deux étapes : 1^{er} avril 1999 et fin de l'an 2000.

Les objectifs principaux de la loi sont la libéralisation du compte de capital et le développement du marché des changes (voir tableau ci-après).

Brève description de la nouvelle loi sur les transactions de change

	Date effective	Principales rubriques
Première étape de la libéralisation	4/1/99	Introduction d'un système de liste négative remplaçant le système actuel de liste positive pour les transactions de capital. Libéralisation des transactions de capital liées à des activités commerciales d'entreprises et d'institutions financières, portant notamment sur les emprunts à court terme des entreprises à l'étranger. Les transactions de change seront autorisées pour toutes les institutions financières remplissant les conditions.
Deuxième étape de la libéralisation	Fin de l'an 2000	Libéralisation des transactions de compte de capital qui faisaient encore l'objet de restrictions pendant la première étape, à l'exception de celles liées à la sécurité nationale et à la prévention des activités criminelles. Cette étape de la libéralisation portera sur : L'investissement par les non-résidents en dépôts nationaux libellés en won portant échéance de moins d'un an. Les investissements par les particuliers résidents en dépôts libellés en monnaies étrangères à l'étranger.

Notes

1. Il s'agit d'une simplification. D'autres autorités et institutions faisaient ou font partir du cadre réglementaire, notamment les ministères, le Comité du crédit et les autorités indépendantes.
2. Aux termes des articles 115 ff. de la loi bancaire 1993, les autorités de contrôle n'exercent notamment toujours pas de responsabilités en ce qui concerne la réglementation de la divulgation des opérations bancaires. Cette charge revient au ministère du Trésor (article 116, para. 2) et au Comité de crédit (articles 116, para. 3 ; 117, para. 2 ; 118, para 1 ; 119, para. 1). Cependant, la Banque d'Italie détient des pouvoirs réglementaires assez importants pour mettre au point un contenu normalisé pour certains contacts ou certains titres. La Consob ne réglemente la transparence et la bonne conduite des affaires par les intermédiaires des banques et des maisons de titres italiennes que pour ce qui concerne les services d'investissement.

Préserver la prospérité dans une société vieillissante

Le vieillissement des sociétés qui se produira dans les décennies à venir place les pays de l'OCDE devant une série de problèmes complexes, interdépendants et d'une ampleur considérable. C'est pour cette raison que les ministres des pays de l'OCDE ont prié l'Organisation d'approfondir son analyse des défis à relever dans les principaux domaines d'action qui ont trait au vieillissement de la population, ce qui a donné lieu en 1998 au rapport de l'OCDE « Préserver la prospérité dans une société vieillissante ».

Il ressort clairement de ce rapport que, pour affronter le défi que représente le vieillissement des populations, il faudra engager une réforme globale pour traiter les implications de ce phénomène sur les budgets des États, les marchés de capitaux et le marché du travail, ainsi que sur les retraites, les prestations sociales, les systèmes de santé et la prise en charge de longue durée.

Le numéro précédent de *Tendances des marchés de capitaux* comprenait trois articles consacrés à l'incidence du vieillissement des populations sur les économies des pays de l'OCDE. Le présent numéro contient deux articles : le premier porte sur les conséquences du vieillissement démographique pour les marchés internationaux des capitaux ; le second est la deuxième partie de l'analyse de la politique de réglementation des organismes de retraite privés.

Les conséquences du vieillissement des populations pour les marchés internationaux de capitaux¹

Introduction

On examinera dans cette étude les effets probables de la croissance rapide des organismes de retraite sur les marchés de capitaux, et les conséquences au niveau des politiques gouvernementales. Dans la première section, on analysera l'impact futur de la croissance continue des organismes de retraite sur les marchés financiers. Dans la seconde, on passera en revue quelques-uns des principaux enjeux et défis qui en découlent. Dans la dernière section, on formulera des lignes directrices pour la politique à l'égard des marchés de capitaux afin d'éviter les incidences négatives et de faire en sorte que les marchés de capitaux contribuent à une allocation efficiente des actifs et des risques liés à la retraite.

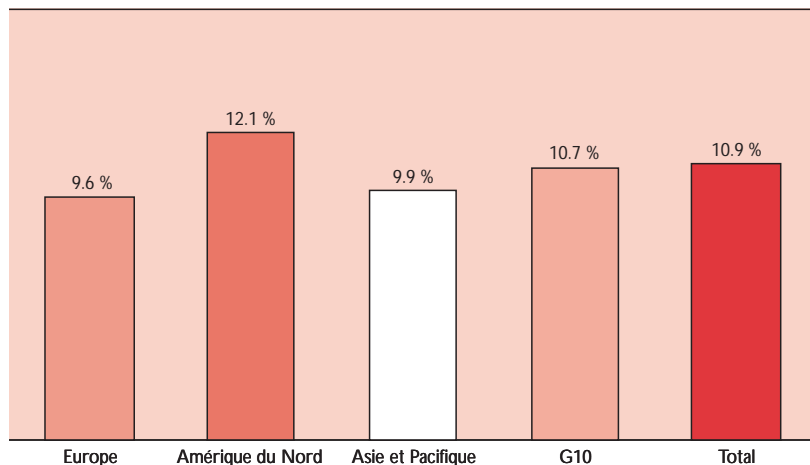
I. Les conséquences de la croissance rapide des organismes de retraite

A. *Évolution récente des organismes de retraite*

On a assisté ces dix dernières années à une forte progression des actifs des organismes de retraite². Pendant la période 1990-1996, le total de ces actifs a augmenté à un rythme annuel moyen de 10,9 pour cent (graphique 1). Dans la zone de l'OCDE, il est ainsi passé, en proportion du PIB, d'un peu moins de 29 pour cent en 1987 à près de 38 pour cent, soit environ 8 700 milliards de dollars, en 1996. Ce chiffre n'est pas à la mesure de l'impact financier réel du vieillissement démographique et des systèmes de retraite par capitalisation, car les sociétés d'assurance vie et les OPCVM offrent également des produits de retraite. Comme on ne dispose malheureusement pas de données fiables pour tous les pays, il n'est pas possible d'évaluer leur importance globale sur les marchés de capitaux³.

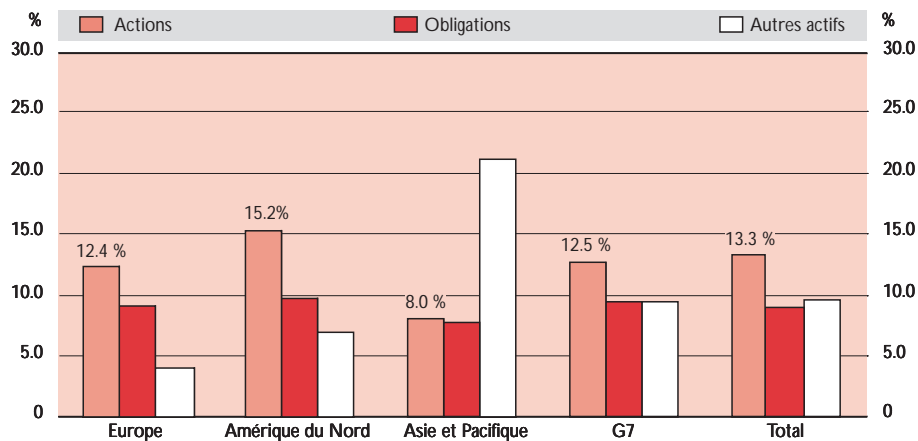
Ces chiffres globaux recouvrent de grandes disparités entre les différents pays de l'OCDE. Si les avoirs des organismes de retraites totalisent plus de 110 pour cent du PIB en Suisse, près de 90 pour cent aux Pays-Bas et environ 60 pour cent aux États-Unis, il ne représentent que de 2 à 5 pour cent du PIB en

◆ Graphique 1. **Taux de croissance annuel moyen des avoirs des organismes de retraite**
Ventilation régionale, 1990-1996



Source : OCDE.

◆ Graphique 2. **Croissance moyenne annuelle des actions, des obligations**
et des autres actifs dans les portefeuilles des organismes de retraite
Ventilation régionale, 1990-1996



Notes : *Autres actifs* : y compris actifs non financés.
Asie et Pacifique : incluant Japon, Corée, Australie.

Source : OCDE/DAFFE, 1997.

Tableau 1. **Avoirs des organismes de retraite dans les pays de l'OCDE, 1987-96**
En pourcentage du PIB

	1987	1990	1992	1994	1995	1996
Allemagne ³	3.4	3.3	5.1	5.4	5.2	5.8
Australie	..	17.6	23.9	30.3	31.4	31.6
Autriche	..	..	0.5	0.8	0.9	1.2
Belgique	2.4	2.5	2.5	3.1	3.7	4.1
Canada	26.4	30.0	32.8	37.7	41.0	43.0
Corée	3.2	3.1	3.2	3.3	3.1	3.3
Danemark ¹	10.9	12.4	16.6	18.9	21.1	23.9
Espagne	..	1.5	2.9	2.3	3.1	3.8
États-Unis	35.7	38.1	48.2	50.6	58.9	58.2
Finlande ²	19.7	25.1	34.7	39.3	39.6	40.8
France	..	3.4	3.2	3.8	4.3	5.6
Grèce	..	6.5	6.9	10.3	10.9	12.7
Hongrie	..	..	..	0.2	0.2	0.2
Islande	..	..	..	..	..	..
Irlande	..	31.5	30.6	38.9	40.5	45.0
Italie	..	..	1.1	2.2	2.6	3.0
Japon	38.0	37.4	37.3	49.4	40.6	41.8
Luxembourg	19.5	19.7	18.8	20.3	19.6	19.7
Mexique	..	..	..	..	..	..
Nouvelle-Zélande	..	..	..	..	..	..
Norvège	3.8	4.6	4.7	6.6	6.6	7.3
Pays-Bas	45.5	78.4	72.1	85.0	86.6	87.3
Pologne	..	..	..	..	..	..
Portugal	..	1.9	2.9	7.3	8.0	9.9
République tchèque	..	..	..	0.1	0.2	0.5
Royaume-Uni	62.3	59.7	58.2	69.2	73.2	74.7
Suède ⁴	33.4	31.0	29.6	25.7	30.5	32.6
Suisse	74.7	72.5	74.7	86.5	104.3	117.1
Turquie	..	..	..	..	..	..

.. Non disponible ; – nul ou négligeable.

1. A partir de 1995, inclut les fonds de pensions d'entreprises.

2. Avoirs financiers.

3. A partir de 1992, inclut les fonds de pension d'entreprises.

4. Y compris les actifs du premier pilier jusqu'en 1992.

Source : Pragma Consulting et OCDE.

France, en Allemagne et en Italie (voir tableau 1). Ces écarts s'expliquent en grande partie par la prédominance des régimes par répartition dans les pays à population vieillissante où le secteur des systèmes de retraite par capitalisation est relativement peu développé. Ils donnent un ordre d'idées du potentiel de croissance restant pour les avoirs des organismes de retraite des pays considérés. Il est clair que, pour le deuxième groupe, le passage à un système faisant une plus large part à la capitalisation aurait un impact considérable sur la taille et la nature de leurs marchés de capitaux.

Parallèlement à la croissance du total des avoirs des organismes de retraite des dernières années, on a constaté un accroissement de la part des actifs à haut

rendement et à haut risque (en termes de volatilité à court terme) dans la répartition des avoirs des organismes de retraite. Ainsi, les actions ont très nettement gagné en importance entre 1990 et 1996. C'est en Amérique du nord que ce phénomène a été le plus marqué, et en Asie-Pacifique qu'il a été le plus limité (voir graphique 2).

Les organismes de retraite ont commencé de se diversifier géographiquement, même si la part de leurs avoirs investie en actifs étrangers reste modeste. Dans les pays du G-10 où le volume des avoirs des organismes de retraite est important (de la Belgique, des Pays-Bas et du Royaume-Uni), la part des actifs étrangers est passée de 12 pour cent en 1990 à 17 pour cent en 1996 (voir tableau 1). Les marchés émergents ne représentent qu'une faible part de ces engagements internationaux, mais aux États-Unis et au Royaume-Uni cette part connaît une progression rapide⁴. D'après les éléments dont on dispose, la diversification géographique est plus faible chez les investisseurs institutionnels de toutes les catégories, que dans l'ensemble des portefeuilles des marchés mondiaux. Les portefeuilles des organismes de retraite se caractérisent par une forte sur-représentation d'actifs domestiques⁵.

Tableau 1. **Proportion de titres émis par des non-résidents dans les portefeuilles des organismes de retraite des pays du G10**
En pourcentage des actifs totaux

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Organismes de retraite										
Allemagne	–	–	–	4.5	4.5	4.3	4.5	7.0	5.3	7.7
Belgique	34.1	37.4	33.4	30.0	29.4	29.2	34.3	33.0	35.8	35.4
Canada	–	5.9	–	7.0	9.0	11.0	12.0	14.0	14.0	–
États-Unis	2.5	2.9	3.7	3.5	3.9	4.3	8.1	8.1	9.1	10.4
France	–	–	–	–	–	2.0	2.0	5.0	4.4	–
Italie	–	–	–	–	–	4.0	4.0	5.0	–	–
Japon	14.3	14.8	14.3	16.0	14.8	14.4	14.0	10.8	12.5	14.9
Pays-Bas	12.8	13.3	15.2	15.8	14.9	17.1	19.7	22.0	21.0	30.2
Suède	–	–	–	–	–	–	–	11.0	9.1	14.8
Suisse	4.0	4.0	4.0	4.2	6.0	6.0	6.0	13.0	16.0	18.6
Royaume-Uni	14.0	17.0	22.0	20.0	23.0	24.0	27.0	27.0	26.8	29.2

Source : OCDE, 1998.

B. Les conséquences de la croissance des organismes de retraite

Le vieillissement des populations dans la zone de l'OCDE et la croissance des organismes de retraite et autres institutionnels qui en résulte a pour première conséquence d'augmenter la demande de services professionnels de gestion de

portefeuille. Les gestionnaires de portefeuille ont quant à eux une influence notable sur les marchés de capitaux, par le biais de leurs stratégies d'investissement et de négociation⁶. Les marchés de valeurs mobilières sont généralement très développés dans les pays où il existe d'importants régimes de capitalisation⁷.

La diversification géographique des investissements devrait continuer de s'accroître, surtout au profit des marchés émergents. L'ampleur des flux de capitaux des pays industrialisés matures vers les marchés « jeunes » émergents témoigne de la rapidité du processus d'intégration mondiale des marchés de capitaux au cours des années 90⁸. Grâce à l'effort continu de libéralisation des échanges internationaux et de renforcement des marchés de capitaux dans les pays en développement, grâce aussi à la tendance des organismes de retraite et des autres investisseurs institutionnels à diversifier encore davantage leurs portefeuilles, il y a tout lieu de penser que cette évolution va s'amplifier.

Tous ces éléments contribueront à accroître l'étendue et la profondeur des marchés de capitaux dans le monde. Ils vont aussi dans le sens d'une plus grande diversification des portefeuilles des organismes de retraite. Les gestionnaires de fonds peuvent ainsi améliorer le ratio rentabilité-risque de leurs portefeuilles, ce qui offrira de meilleures garanties aux retraités. Ces évolutions structurelles devraient également faciliter la circulation des capitaux entre les épargnants et les investisseurs, en permettant une meilleure allocation des ressources et des risques dans l'économie. En cela, elles devraient avoir un impact bénéfique sur la croissance et sur les niveaux de vie.

II. Principaux enjeux et défis

L'augmentation des actifs des organismes de retraite sera, certes, un atout qui aidera les pays à résoudre les problèmes liés au vieillissement, mais pour récolter pleinement les fruits de cette évolution, il faudra surmonter une série de problèmes.

A. Pressions à la hausse sur le prix des actifs financiers

On peut redouter que la demande croissante de titres du secteur privé (actions et obligations d'entreprises) de qualité, dans un contexte de développement des systèmes de retraite par capitalisation et de diminution des besoins de financement du secteur public, ne dope fortement les prix des actifs financiers⁹. Dans ces conditions, en associant privatisations et réforme des régimes de retraite, on pourrait dégager d'importantes synergies. En combinant une réforme du financement des retraites (entraînant un accroissement de la demande de valeurs mobilières) avec des privatisations (se traduisant par un accroissement

de l'offre), on obtient une croissance plus équilibrée des marchés de valeurs mobilières, du moins à moyen terme.

A plus long terme, le vieillissement des populations pourrait avoir un impact sur la prime de risque (c'est-à-dire la différence entre la performance des actions et le rendement des obligations). Sachant que les préférences en matière de catégories d'actifs varient d'une tranche d'âge à l'autre, le vieillissement de la génération du baby-boom pourrait avoir une incidence sur les niveaux des cours des actions et des obligations, en termes absolus comme en termes relatifs. En moyenne, la période de forte activité est l'âge de la vie où le taux d'épargne est le plus élevé¹⁰. De plus, la population d'âge mûr est en général plus à même et plus disposée que la moyenne à accepter une part de risque dans son portefeuille, en privilégiant les actions par rapport aux obligations¹¹. Ceci s'explique par deux facteurs : 1) tant qu'il est en activité, un actionnaire est plus en mesure de « rattraper » une éventuelle sous-performance de ses actions ; 2) une personne d'âge mûr dispose d'un horizon temporel plus long et est donc plus disposée à assumer une plus forte dose de risque pour bénéficier d'une rentabilité supérieure. Le vieillissement des populations des pays de l'OCDE tendra donc à augmenter la demande d'actions et d'obligations, ce qui aura un effet pénalisant sur leur taux de rentabilité. De plus, le fait que la demande d'actions soit plus forte que la demande d'obligations devrait doper le prix des actions par rapport à celui des obligations, donc diminuer la prime sur les actions¹². Une fois que la génération du baby-boom commencera à partir à la retraite, les taux d'épargne devraient amorcer une décrue, pénalisant les cours des actions et des obligations et augmentant la prime de risque sur les actions, car les retraités tendront à se désengager des actions au profit des obligations.

Dans ce contexte, les autorités de tutelle et les gestionnaires d'organismes de retraite devront être très prudents et ne pas conclure trop hâtivement, en extrapolant les taux de rentabilité réalisés sur une période relativement brève de boom, que les déséquilibres associés au vieillissement seront résolus. Même les éléments de long terme ne sont guère concluants, outre qu'ils confirment le fait que les actions sont plus risquées que les valeurs à revenu fixe¹³.

B. Volatilité et stabilité des marchés financiers

Dans les périodes sans problèmes de liquidité, l'utilisation par les organismes de retraite et les autres investisseurs institutionnels de programmes informatisés de négociation/d'assurance de portefeuille n'est pas un mal en soi. Ces techniques peuvent d'ailleurs permettre aux prix d'atteindre plus rapidement leur valeur fondamentale (d'équilibre), même si elles risquent aussi d'accroître la volatilité à court terme. Si, en revanche, les stratégies d'investissement n'obéissent

pas aux données économiques fondamentales, le « panurgisme », les transactions qui n'ont d'autre but que de faire « tourner » le portefeuille et les transactions informatisées peuvent entraîner une augmentation de la volatilité nuisible au bien-être¹⁴.

C. *Risque de solvabilité et intervention de l'État*

Même si un organisme de retraite est géré d'une manière avisée et prudente, on ne saurait exclure le risque qu'il connaisse des difficultés en cas de période prolongée de baisse des cours et de la rentabilité. Rappelons en outre que, dans le passé, tous les organismes n'ont pas bénéficié d'une gestion prudente et avisée. Si dans l'avenir un grand nombre de personnes se retrouvaient à l'âge de la retraite sans disposer d'un revenu suffisant pour vivre, les pouvoirs publics pourraient se trouver contraints d'agir, comme il l'ont fait par le passé. Il est difficile de trouver un équilibre entre les intérêts individuels et collectifs du fait de l'aléa de moralité¹⁵. La mise en place d'un système de garantie explicite des retraites par l'Etat pourrait en effet avoir l'effet pervers d'inciter à une gestion trop hasardeuse ou à un provisionnement insuffisant des organismes privés de retraite¹⁶. L'expérience en matière de conception et de fonctionnement des systèmes de garanties des dépôts semble particulièrement valable dans ce contexte¹⁷. En tout état de cause, la possibilité d'un renflouement par l'État dans des cas extrêmes rend nécessaire un certain contrôle de la part des pouvoirs publics¹⁸.

D. *Nécessité de comparer les avantages et les risques des investissements sur les marchés émergents*

D'après certaines études, l'internationalisation est un facteur démultipliateur des avantages de la diversification des portefeuilles¹⁹. Notons toutefois que la tendance à la diversification internationale n'est pas nécessairement aussi bénéfique qu'il y paraît. Par exemple, ces dix dernières années, les bourses des pays du G-7 ont réalisé une performance supérieure à celle des marchés émergents. Mais, même si les organismes de retraite américains auraient eu davantage intérêt – tant en termes de rentabilité que de risque – à investir sur le marché boursier américain que sur l'ensemble des pays émergents, la diversification présente tout de même des atouts²⁰. Naturellement, il se pourrait que la rentabilité et le niveau de risque évoluent favorablement sur les marchés des pays émergents, notamment grâce à l'amélioration des infrastructures boursières et au renforcement des investisseurs institutionnels dans ces pays²¹. Pourtant, selon les analystes, les avantages de la diversification internationale pourraient se réduire²². On fait valoir que l'intégration des marchés financiers se traduit par une

convergence des niveaux de rentabilité, ce qui limite le potentiel de réduction des risques par la diversification internationale. En outre, du fait qu'un volume croissant de fonds institutionnels est investi de manière diversifiée, les avantages de la diversification tendent à s'amenuiser, même s'ils subsistent²³. La forte convergence entre pays des niveaux de rentabilité a poussé certains gestionnaires à restructurer leurs portefeuilles en procédant à une diversification sectorielle²⁴.

III. Conséquences pour l'action des pouvoirs publics

Le premier objectif doit être de faciliter le développement d'une infrastructure appropriée (notamment par la mise en place d'un cadre de réglementation et de contrôle efficace) afin que les organismes de retraite opèrent une répartition optimale de l'épargne retraite et des risques²⁵.

La première implication est qu'il faut veiller à ce que les personnes auxquelles il incombe d'arbitrer entre risque et rentabilité pour le compte des bénéficiaires de pensions de retraite soient suffisamment informées, bien contrôlées, et que les mécanismes d'incitation appropriés soient en place. Un système fondé sur les principes de prudence et sur des normes reconnues de gestion de risque convient mieux dans ce contexte que de simples restrictions quantitatives sur la répartition des actifs.

Bien qu'il soit difficile d'isoler l'impact des différents aspects de la structure réglementaire sur la performance d'investissement des organismes de retraite, la comparaison de la rentabilité globale des portefeuilles des organismes de retraite dans les pays qui appliquent des critères de gestion prudente²⁶ et dans les pays qui appliquent des restrictions quantitatives donne une idée des mérites respectifs des deux approches²⁷. Depuis 1984, la rentabilité des portefeuilles des organismes de retraite dans les pays appliquant les principes de gestion prudente a été supérieure de 2.5 à 4 pour cent à celle constatée dans les pays utilisant des limites quantitatives. (tableau 2).

Cette conclusion est corroborée par les données historiques sur longue période. Entre 1967 et 1990, dans les pays appliquant le principe de gestion prudente, la rentabilité des portefeuilles des organismes de retraite a dépassé la croissance des salaires réels, alors que dans les pays appliquant des limites quantitatives, la différence moyenne entre les deux a été nulle. On le sait, sur une vie, 1 ou 2 points de pourcentage de plus ou moins dans la rentabilité des actifs des organismes de retraite peuvent se traduire par une différence considérable tant pour les taux de cotisation que pour les prestations servies, et il est important que les gouvernements ne restreignent pas inutilement les décisions d'investissement des organismes de retraite. Le pire des cas de figure est celui d'une réglementation qui entrave tant la performance d'investissement que la bonne gestion du risque.

Tableau 2. **Rentabilité des portefeuilles des organismes de retraite**
Moyenne de la rentabilité totale en monnaie locale

	1984-1993	1984-1996
Belgique	8.8 %	9.0 %
Danemark	6.3 %	6.0 %
Allemagne	7.2 %	7.0 %
Irlande*	10.3 %	11.0 %
Japon	6.5 %	–
Pays-Bas*	7.7 %	8.0 %
Espagne	7.0 %	–
Suède	8.1 %	–
Suisse	4.4 %	4.0 %
Royaume-Uni*	10.2 %	10.0 %
États-Unis*	9.7 %	9.0 %
Principe de la gestion prudente	9.5 %	9.5 %
Limites quantitatives	6.9 %	5.2 %

Note : Pays appliquant le principe de la gestion prudente.
Sources : Rapport de l'EFRP, juin 1996, Pragma Consulting, et calculs OCDE.

La deuxième implication est que les pouvoirs publics reconnaissent que l'effet des innovations financières sur le fonctionnement des marchés financiers peut être bénéfique. En intervenant, l'État peut, dans une large mesure, atténuer les dysfonctionnements liés aux innovations financières, ou au contraire les aggraver. Face aux innovations financières, il faut toujours chercher à renforcer la stabilité financière sans entraver l'esprit d'entreprise des intervenants des marchés financiers. La croissance des organismes de retraite et d'autres institutions du secteur de la retraite (OPCVM et sociétés d'assurance-vie) a joué un rôle moteur dans l'innovation financière. Le rôle des pouvoirs publics dans la conception de dispositifs de retraite « optimums » est de favoriser – ou parfois de déclencher – le développement par le secteur privé de produits de retraite nouveaux²⁸ et meilleurs²⁹.

La troisième implication est que l'infrastructure des marchés financiers détermine la capacité des organismes de retraite à mettre en œuvre des stratégies d'investissement conformes aux profils risque-rentabilité projetés ou souhaités. Pour avoir un système de capitalisation qui fonctionne bien, il faut que l'infrastructure des marchés soit stable et efficace (cadre juridique, comptabilité financière, environnement réglementaire et contrôle, compensation et règlements, micro-structure pour les transactions sur valeurs mobilières).

La plupart des pays industrialisés ont accompli d'importants progrès dans la mise en place d'un cadre réglementaire et de surveillance fiable, mais beaucoup

reste à faire³⁰. Le régime de publication d'informations diffère grandement selon les pays, notamment à cause des spécificités des systèmes juridiques. Dans les pays émergents, il faut sans attendre renforcer l'infrastructure des marchés financiers. Les turbulences récentes survenues en Asie illustrent combien le manque de transparence et l'inadaptation des normes de publication d'informations peuvent prolonger ou exacerber une crise de confiance.

Les normes comptables et les normes de vérification des comptes sont importantes pour la gestion du risque. Les normes comptables sont fondamentales, car les informations financières n'ont de sens que si elles reposent sur des principes et des pratiques comptables incontestables. Pour que les gestionnaires puissent estimer correctement la « valeur » des différents investissements³¹, il faut des normes comptables internationalement reconnues. De même en matière de vérification des comptes, les normes et les pratiques doivent être suffisamment rigoureuses pour garantir la fiabilité de l'information publiée.

Il faut aussi examiner le rôle et la portée de la réglementation des organismes de retraite, ainsi que le lien à établir entre la mise en œuvre de normes de saine gestion des risques et l'assouplissement des contraintes réglementaires en matière de répartition des actifs.

La dernière implication du vieillissement de la population mondiale sur la conduite des affaires publiques est qu'une éventuelle crise systémique verra son impact encore amplifié à mesure que les organismes de retraite et les autres investisseurs institutionnels accentueront leur diversification géographique. Les événements récents nous ont notamment appris qu'il reste possible que certains pays n'aient soudain purement et simplement plus accès au marché mondial des capitaux. Deux facteurs peuvent expliquer cette situation : les divergences dans les conditions macro-économiques des pays exportateurs et importateurs de capitaux, et les crises frappant des pays importateurs de capitaux. En pareil cas, la monnaie du pays importateur de capitaux sera soumise à une attaque spéculative prolongée conduisant à un assèchement brutal des entrées de capitaux et à des sorties excessives de capitaux³².

La mondialisation des marchés financiers, que le vieillissement de la population et d'autres facteurs structurels viennent encore accentuer, se manifeste par la rapidité de transmission des variations à court terme sur les marchés financiers à travers le monde, comme cela s'est produit avec la crise mexicaine de 1994-95, la crise asiatique actuelle, les récents désordres financiers en Russie et leurs répercussions sur les marchés de capitaux des pays de l'OCDE. L'intégration financière a également accru l'intensité et la durée potentielles des attaques spéculatives. On sait que les organismes de retraite et les autres investisseurs institutionnels ont pu avoir un impact décisif à plusieurs reprises sur prix des actifs dans les pays

émergents, et que leurs changements d'attitude ont pu dans certains cas accroître la volatilité des marchés³³.

Dans ce contexte, le principal défi pour les pouvoirs publics est de bien maîtriser les périodes de turbulences financières sans laisser libre cours à l'aléa moral. La certitude d'un renflouement des investisseurs peut inciter ceux-ci à prendre des risques inconsidérés dans leur gestion. Les pays importateurs de capitaux doivent mettre en place de bonnes politiques macro-économiques et structurelles (infrastructure boursière moderne, secteur bancaire sain, normes rigoureuses de comptabilité et de publication d'informations, etc.) afin de rétablir la confiance des investisseurs et d'éviter toute volatilité excessive.

Notes

1. Cet article a été rédigé par Hans Blommenstein, Chef de la Division des Affaires financières de l'OCDE, à partir du chapitre 3 de l'étude du Groupe des Dix « The Macroeconomic and Financial Implications of Ageing Populations » publié en avril 1998 par l'OCDE, le FMI et la BRI et de l'étude de l'auteur « Ageing Populations and the Role of the Financial System in the Provision of Retirement Income in the OECD Area », OCDE, 1998.
2. Pour une définition méthodologique des actifs des organismes de retraite, voir : Investisseurs institutionnels – *Annuaire statistique*, 1997, OCDE.
3. On peut toutefois obtenir une indication très approximative de leur importance financière à partir des estimations de certains pays. Aux États-Unis, par exemple, le segment des fonds communs de placement est un élément essentiel du marché des retraites, puisqu'il représentait (fin 1995) environ 15 pour cent du total des actifs du secteur des retraites (voir M.R. Berlinski et S.R. Westin, *Perspectives on the United States Asset Management Business*, in : *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OCDE, 1998).
4. D'après des études statistiques, environ 2 pour cent des actifs des organismes de retraite et des fonds communs de placement des États-Unis sont investis sur les marchés émergents ; la proportion est d'environ 3 à 4 pour cent pour les actifs du Royaume-Uni. Au Japon et en Europe, les marchés émergents représentent une part négligeable du portefeuille d'actifs des investisseurs institutionnels.
5. Pour les raisons qui expliquent ce phénomène, on se reportera au numéro 68 (novembre 1997) de *Tendances des marchés des capitaux*, OCDE.
6. Voir H.J. Blommestein, *Impact of Institutional Investors on Financial Markets in OECD countries*, in : *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OCDE, 1998.
7. L'avènement d'un secteur institutionnel dynamique pourrait contribuer à renforcer le rôle de l'intermédiation sur les marchés de capitaux. En particulier, les organismes de retraite qui investissent beaucoup en actions pourraient pousser à la modernisation du droit des sociétés, comme cela s'est fait dans les systèmes financiers à dominante bancaire. Cette modernisation favorise à son tour une croissance des marchés de valeurs mobilières, parce que ceux-ci deviennent plus attractifs pour les investisseurs des organismes de retraite. Voir H.J. Blommestein, « Impact of Institutional Investors on Financial Markets in OECD countries » in *Institutional Investors in the New Financial Landscape*, OCDE, Paris, 1998.

8. En 1996 les flux nets de capitaux privés ont progressé de 22 pour cent, atteignant le niveau record de \$ 235 milliards (voir tableau 13 dans la publication du FMI *International Capital Markets*, Washington, 1997).
9. Voir H.J. Blommestein (1998) « Ageing-Induced Capital Flows to Emerging Markets do not Solve the Basic Pension Problem in the OECD Area », in *Tendances des marchés des capitaux*, n° 70, juin 1998, OCDE, et *Préserver la prospérité dans une société vieillissante*, OCDE, 1998.
10. Ce type de comportement d'épargne est un trait commun aux modèles théoriques de cycle de vie et, ce qui est plus important, aux observations statistiques des ménages.
11. Par exemple, aux États-Unis, pendant la période 1947-96, la performance réelle des actions a été en moyenne de 9 pour cent, avec un écart-type de 17 pour cent. Ceci implique que sur une année donnée, il existe une probabilité d'environ 30 pour cent d'une baisse supérieure à 8 pour cent ou d'une hausse de plus de 26 pour cent. En revanche, le rendement moyen réel des obligations d'État américaines est beaucoup plus faible (3 pour cent sur la période 1953-96), mais aussi moins volatil, avec un écart-type de seulement 2 pour cent.
12. On considère généralement que l'aversion pour le risque s'accroît avec l'âge, à durée de vie constante. Certains observateurs postulent donc que le vieillissement de la population entraînera une hausse de la prime de risque sur les actions. Mais si le vieillissement de la population est, en partie du moins, la conséquence de l'allongement de la durée de la vie, alors les horizons temporels s'allongent ; par conséquent, le vieillissement de la population n'implique pas nécessairement que l'aversion pour le risque s'accroisse et que la prime de risque sur les actions augmente.
13. Voir note 11.
14. Dans certains cas extrêmes, les autorités monétaires peuvent avoir à intervenir pour résoudre une crise systémique de liquidité sur les marchés financiers. Mais pour éviter un conflit avec l'objectif de stabilité des prix, l'excédent de liquidités doit être retiré du marché une fois l'intervention terminée. En même temps, il est important que les autorités monétaires maintiennent une situation dite « d'ambiguïté constructive ». Elles doivent veiller à ne pas susciter l'attente d'une intervention en cas de chute des cours, faute de quoi on s'expose à un grave aléa de moralité. Le danger lié à la création de liquidités excédentaires, qui n'est pas propre aux seules périodes de baisse brutale des cours boursiers, signifie que les banques centrales ne doivent pas annoncer à l'avance leur intention d'agir pour éliminer toutes les fortes fluctuations des prix des actifs. Il faut que les intervenants du marché (banques, gestionnaires de fonds, organismes de retraite, etc.) soient incités à adopter et à appliquer des normes et des systèmes adéquats de gestion des risques.
15. On trouvera une analyse approfondie de ce point dans l'article de R.C. Merton et Z. Bodie (1992) : « On the Management of Financial Guarantees », *Financial Management*, Winter Issue, pp. 87-109.
16. Z. Bodie et R.C. Merton (1992) « Pension Benefit Guarantees in the United States: A Functional Analysis », in R. Schmitt, ed., *The Future of Pensions in the United States*, University of Pennsylvania Press.

17. Z. Bodie (1996), « What the Pension Benefit Guaranty Corporation Can Learn from the Federal Savings and Loans Insurance », *Journal of Financial Services Research* 10, pp. 83-100.
18. Une réglementation efficace et un contrôle de la situation financière des organismes de retraite sont indispensables pour le développement de systèmes privés viables. L'objectif premier est de protéger les bénéficiaires du risque lié à l'éventuelle insolvabilité des organismes de retraite, à un manque de ressources dû à de mauvaises décisions techniques ou à des investissements mal avisés, à des malversations des gestionnaires ou à des défauts de paiement de la part d'autres opérateurs intervenant dans la fourniture des prestations. Il importe que l'agrément des opérateurs et des régimes de retraite soit soumis à des critères appropriés. Des règles concernant le provisionnement et les calculs actuariels, ainsi que des normes comptables et des dispositions en matière de publication d'informations doivent être mises en place, de même que des plafonds d'investissement dans l'entreprise initiatrice du fond de pension. Il doit exister une concurrence équitable entre les opérateurs privés. Il convient aussi de suivre de près l'évolution des pratiques boursières, tant dans le pays qu'à l'étranger, afin d'assurer que les méthodes de contrôle soient en phase avec les réalités des marchés. (A. Laboul, « Private Pension Systems: Regulatory Policies », DAFFE/CMF/AS(97)1/REV1, Paris.
19. H.J. Blommestein (1998) « Ageing Populations and the Role of the Financial system in the Provision of Retirement Income in the OECD Area », DAFFE/CMF/AS(97)1/REV1, Paris
20. Voir H.J. Blommestein, 1998, « Ageing-Induced Capital Flows to Emerging Markets do not solve the Basic Pension Problem in the OECD Area », in *Tendances des marchés des capitaux*, n° 70, juin 1998, OECD.
21. Voir H. J. Blommestein (1998) « Institutional Investors, Pension Reform and Emerging Securities Markets », in *Capital Market Development in Transition Economies*, OCDE, Paris.
22. C. Kessler (1996), « Diversification – Is It Still Alive? », *Economic and Financial Prospects* No. 6, Swiss Banking Corporation.
23. Un autre facteur vient restreindre les atouts potentiels de la diversification internationale : les différents marchés tendent à converger beaucoup plus lors des mouvements de baisse que lors des mouvements de hausse. D'après une étude récente, si la volatilité est élevée, la corrélation entre les marchés tend à être de plus en plus forte lors des chocs, surtout dans le cas des marchés boursiers. Malheureusement, le fait que la plupart des actifs tendent à évoluer de la même façon lors des krachs boursiers limite les bienfaits de la diversification liée à la détermination de stratégies d'investissement en fonction de points de référence diversifiés. Mais, s'il est démontré qu'en termes de réduction du risque les avantages de la diversification géographique se sont atténués, des études prouvent qu'ils continuent d'exister, même lors de fortes baisses boursières.
24. Par exemple, Heston et Rouwenhorst ont démontré qu'une diversification géographique à l'intérieur d'un même secteur permet de réduire la volatilité davantage qu'une diversification sectorielle à l'intérieur d'un même pays, même si les portefeuilles ont une rentabilité comparable. Voir S. Heston et G. Rouwenhorst « Does Industrial Structure Explain the Benefits of International Diversification? », *Journal of Financial Economics*, août 1994.
25. *Préserver la prospérité dans une société vieillissante*, OCDE, Paris, 1998.

26. Dans un certain nombre de pays, il n'existe pas de plafonds quantitatifs mais des principes directeurs tels que la règle de la gestion prudente, qui dispose que les fiduciaires et les gestionnaires de patrimoine des banques doivent se comporter en professionnels prudents dans leurs décisions d'investissement. Aux Etats-Unis, la loi relative aux organismes de retraite (ERISA) stipule que le fiduciaire doit être suffisamment capable pour se comporter en professionnel prudent, expérimenté et rompu à tous les aspects de la gestion de patrimoine. Le critère de « prudence » porte sur la méthode, non sur les résultats. Ainsi, les deux dispositions les plus significatives de la loi sont *i*) la nécessité de diversifier les investissements et *ii*) l'engagement de privilégier les options « qui ont fait leurs preuves », celles qu'approuveraient d'autres établissements du même type.
27. Plusieurs précautions s'imposent dans l'interprétation des données globales de performance des investissements. D'abord, il est impossible d'isoler les différents paramètres qui jouent sur la rentabilité des investissements : les politiques macro-économiques, les facteurs structurels qui jouent sur la croissance économique (segmentation des marchés de capitaux, découverte de richesses naturelles, etc.) et les aspects du régime réglementaire autres que les restrictions sur les investissements. Ensuite, pour pouvoir tirer des conclusions claires, il faudrait également prendre en considération les différences pouvant exister notamment entre les infrastructures pour les investissements institutionnels, les structures du secteur de la gestion d'actifs, les « styles » d'investissement, la stratégie de placement dominante (active ou passive, par exemple).
28. La résistance à l'inflation des plans de retraite privés est un aspect particulièrement important. Du point de vue des pouvoirs publics, il convient de veiller à favoriser la croissance des marchés d'obligations d'État indexées sur l'inflation ou sur la consommation, ce qui faciliterait le développement de produits de retraite indexés sur l'inflation (c'est-à-dire une protection contre l'augmentation du coût de la vie) ou sur la consommation (c'est-à-dire une protection du niveau de vie). Voir Robert C. Merton, (1983), « On Consumption-Indexed Public Pension Plans » in Z. Bodie et J.J.B. Shoven, ed., *Financial Aspects of the United States Pension System*, Chicago University Press.
29. Les marchés des rentes sont sensibles à des phénomènes d'anti-sélection qui conduisent à la non-disponibilité de rentes pour les « bons risques » à un prix actuariellement juste. (Voir B. Friedmann et M. Warshawsky (1990), « The Cost of Annuities: Implications for Saving Behavior and Bequests », *Quarterly Journal of Economics*, 105(1), pp. 135-154; S. James (1997), « A Public versus a Private Pension Plan: A Survey of the Economics », Document de travail 97-04, ministère des Finances, Canada; H.J. Blommestein (1998) « Ageing Populations and the Role of the Financial System in the Provision of Retirement income in the OECD Area », OCDE). D'après des données récentes, aux États-Unis, les prestations escomptées pour les rentes ont notablement augmenté mais, étant donné l'importance grandissante de ces marchés pour la gestion des risques de longévité, il faut réfléchir plus avant à la nécessité et à la nature de l'intervention des pouvoirs publics dans l'amélioration du marché des rentes.
30. Plusieurs pays industrialisés ne possèdent pas de cadre législatif et réglementaire adéquat en matière d'OPA, de protection des minoritaires, de délits d'initié et de transactions des investisseurs institutionnels. Voir H.J. Blommenstein, 1997, « L'influence des investisseurs

institutionnels sur les marchés de capitaux dans les pays de l'OCDE ». *Tendances des marchés des capitaux* n° 67, novembre 1997, OCDE.

31. Les investissements des organismes de retraite en actions de sociétés des pays émergents ont tendance à être fortement entravés par le manque de clarté des comptes des entreprises de ces pays.
32. Le FMI conclut que, malgré tous les changements structurels qui se sont produits dans le nouveau paysage financier, les sources potentielles de fuites des capitaux restent les mêmes (Voir *International Capital Markets*, FMI, Washington, 1997).
33. Le FMI (1997) note que la participation croissante des investisseurs institutionnels sur les marchés internationaux et le meilleur accès des pays émergents aux marchés internationaux de capitaux ont « permis le développement d'un nouveau type d'intervenants, fonds spéculatifs et négociateurs pour compte propre, recourant massivement à l'emprunt, prêts à tolérer un degré de risque élevé et à la recherche des failles des régimes de change... (*Marchés financiers internationaux* (non traduit), FMI, Washington, 1997). Voir aussi H.J. Blommestein « Ageing Populations and the Role of the Financial System in the Provision of Retirement Income in the OECD Area », OCDE, Paris, 1998.

Sécurité financière des régimes privés (partie II)¹

Introduction

Une des composantes essentielles de la réglementation des régimes privés est liée à la sécurité de ces régimes. Ceux-ci soulèvent en effet une série de risques financiers importants qui doivent être traités par des mesures préventives et de contrôle adéquates. Une prise en compte des autorités est d'autant plus indispensable que les fonds de pension et les autres véhicules financiers présents sur le marché de la retraite représentent de nos jours une puissance financière énorme. On peut rappeler à cet égard que la récente étude de l'OCDE sur les investisseurs institutionnels indique que les sociétés d'assurance et les fonds de pension sont les investisseurs institutionnels les plus importants dans la zone OCDE, avec 46 pour cent des investissements en 1995². Les actifs financiers de ces deux catégories se montaient en 1995 à plus de 14 000 milliards de dollars. Des défaillances majeures au sein de ces institutions pourraient avoir des répercussions considérables sur les marchés financiers.

Cette partie du rapport énumère d'abord certains des principaux risques financiers des régimes privés, puis, après avoir situé le cadre réglementaire de l'action des pouvoirs publics, passe en revue les grands axes possibles pour une réglementation et un contrôle adéquat de ces régimes, à savoir : l'agrément, la séparation des actifs, les règles de financement minimum, les capitaux propres, les modalités de contrôle, la réglementation des investissements, l'assurance insolvabilité, l'information aux bénéficiaires, et brièvement les aspects fiscaux.

Le résumé et les conclusions d'ordre politique des parties I et II figurent dans le numéro précédent (n° 70) de *Tendances des marchés des capitaux*.

I. Risques liés aux régimes privés

Les régimes privés soulèvent une série de risques dont certains sont communs avec tout système de retraite et d'autres sont propres au caractère privé de ces régimes. Les risques liés à l'iniquité, l'inadéquation et la discrimination, la mobilité ou la préretraite abordés dans la section précédente sont particulièrement

liés aux droits sociaux des retraités et à la protection dont ils doivent bénéficier. D'autres risques sont davantage liés aux caractéristiques financières des régimes privés. On peut notamment citer, sans prétendre être exhaustif :

- le risque d'insolvabilité du fonds ;
- le risque d'investissement dans le chef de l'employeur dans les plans à prestations définies et dans le chef de l'employé dans les plans à contributions définies ;
- le risque d'intérêt et d'inflation dans les systèmes de capitalisation ;
- le risque de défaut de la contribution patronale dans tous les plans ;
- le risque de malversation dans tous les plans ;
- le risque lié à la possibilité de modifications de la politique pension de l'entreprise en ce qui concerne les prestations non obligatoires ;
- le risque lié au changement du sponsor (rachat, fusion) ;
- le risque de défaut du véhicule financier autre que le fonds (par exemple la compagnie d'assurance) ;
- le risque de longévité dans les systèmes basés sur le paiement de rentes ;
- le risque lié aux déficiences structurelles de certains régimes.

Le risque majeur lié au développement des fonds de pension est lié à leur insolvabilité potentielle. L'insolvabilité du fond peut résulter de nombreux facteurs allant du défaut de contribution de l'employeur au mauvais calcul des provisions, aux placements inadéquats en passant par des facteurs purement exogènes liés à des événements imprévisibles. Le risque d'insolvabilité en soi se pose essentiellement au niveau des plans à prestations définies. Un plan à contributions définies peut subir des conséquences similaires mais qui seraient alors essentiellement liées à de la malversation. Ce risque concerne en fait tant le fonds de pension lui-même que les véhicules alternatifs, telles les compagnies d'assurance, dont la solvabilité peut cependant être mieux garantie dans la mesure où leur réglementation est souvent plus stricte. Si le fonds est géré au niveau interne, ou au niveau externe mais de façon autonome, la faillite du fonds devra être assumée par l'entreprise support qui garde toute responsabilité. Si le fonds est géré au niveau externe par un assureur, il y a normalement déplacement de la responsabilité. Ceci n'est cependant pas nécessairement toujours le cas³. L'insolvabilité peut se poser au niveau technique ou financier. Les risques techniques comprennent notamment les risques liés aux méthodes et calculs actuariels et aux projections sous-jacentes qui ont été utilisées. Ce risque d'insolvabilité est cependant

limité dans la mesure où existent un contrôle adéquat (contrôle gouvernemental et/ou autocontrôle), des règles de financement minimales, des règles actuarielles et comptables appropriées, des capitaux propres, ou encore des règles de gestion prudente des investissements.

Les risques financiers (investissements, intérêts, inflation) font partie intégrante des systèmes de capitalisation. En effet, ceux-ci reposent en grande partie sur la valorisation du placement des capitaux. Si la performance obtenue sur ces actifs est satisfaisante, cela profite pleinement aux futurs bénéficiaires qui pourront voir leurs prestations augmenter dans le cas de plans à contributions définies ou encore, par exemple, leurs cotisations diminuer dans le cas de plans à prestations définies, si le plan est en situation de financement complet. Dans ces derniers cas cependant c'est plutôt l'employeur qui aura tendance à diminuer ses contributions voire à les suspendre provisoirement (*contribution holiday*), dans la mesure notamment où la réglementation fiscale plafonne le niveau de surfinancement. Par contre en cas de mauvaises performances, les régimes de capitalisation présentent un risque important et cela d'autant plus si les placements ont été effectués sur des actifs risqués. Les récents événements survenus sur les marchés financiers asiatiques ont permis de rappeler à certains investisseurs que les performances élevées ont aussi un prix élevé en termes de risque. Celui-ci sera généralement à charge de l'employé dans les plans à contributions définies ou à celui de l'employeur dans les plans à prestations définies. Ce risque peut cependant être réduit par des techniques d'immunisation, par la gestion actif/passif ou encore en achetant des contrats de rentes (ceci ne fait cependant que déplacer le risque sur l'assureur). Il peut être également réduit par une politique de placements qui respectent les principes de base en la matière et notamment celui d'une dispersion adéquate et de façon générale une gestion prudente des portefeuilles. On constate à cet égard que la politique suivie par les fonds est souvent assez prudente et même en deçà des limites précitées par la réglementation. Au-delà du risque de placement en soi, donc lié à la sélection du portefeuille, s'ajoutent des risques liés au taux d'intérêt et à l'inflation. Des modifications substantielles des taux d'intérêt et d'inflation auront une répercussion considérable sur le niveau de financement du fonds et donc sur celui des prestations à servir, notamment si les actifs ne sont pas adéquatement indexés.

Le risque de défaut de l'employeur est également présent dans les systèmes privés. Ce risque est lié aux performances de l'entreprise elle-même et est particulièrement présent dans des secteurs industriels en difficulté ou en reconversion. La faillite d'une entreprise provoquera la liquidation du fonds. Si celui-ci a bien été capitalisé, le risque sera réduit d'autant. Le placement substantiel des actifs du fonds dans les actions de l'entreprise, même si le fonds était en situation de financement complet, réduirait cependant fortement les prestations que les

employés de ce fonds peuvent en attendre. Ce placement peut être explicite ou implicite dans le cas de sous capitalisation ou encore dans les cas où le système fonctionne sur la base de provisions comptables. La liquidation de l'employeur peut déplacer le risque sur d'autres créanciers dans la mesure où le fonds bénéficierait d'un rang important dans celle-ci. Enfin l'assurance du régime pourra déplacer également le risque sur l'assureur. Un autre risque moindre que le défaut mais également lié à la performance de l'entreprise est simplement celui de difficultés financières telles que l'employeur ne soit pas en mesure de contribuer au fonds comme il l'a fait précédemment et soit donc dans l'obligation de réduire, voire de suspendre ses contributions. Sans rattrapage ou correction ultérieur, cela risque de priver l'employé d'une partie des prestations attendues.

Le risque de malversation est connu. Certains récents scandales sont encore en mémoire. Il existe tant au niveau de l'employeur que des gestionnaires de fonds. Il dénote une attitude illégale qui doit être distinguée d'une simple mauvaise gestion, qui peut cependant avoir des effets similaires. Ce risque est particulièrement présent en l'absence de séparation adéquate du fonds par rapport à la firme support ou encore en l'absence de contrôle des gestionnaires (par l'état, par la présence de représentants des employeurs et des employés, par les actuaires, etc.).

Les employeurs gardent également dans de nombreux cas une liberté de manœuvre dont ils peuvent éventuellement abuser. Un employeur qui revalorise par exemple les prestations, sans qu'il ne s'y soit explicitement engagé dans le cadre juridique du régime de pension, peut très bien envisager de ne plus le faire du jour au lendemain. Le régime peut aussi expressément prévoir ce type de flexibilité, comme dans le cas des « profit sharing plans » aux États-Unis où la contribution de l'employeur peut varier à sa discrétion. Tant que l'employé n'aura pas de droit irrévocable attaché à ces avantages, il est constamment soumis au risque de voir ceux-ci disparaître ou être limités.

Le risque lié au changement de statut de l'employeur, suite notamment au rachat de l'entreprise, est également non négligeable dans la mesure où ce rachat peut résulter dans une liquidation du fonds contraire aux droits des bénéficiaires. Certains rachats d'entreprise sont d'ailleurs motivés par l'attrait des ressources excédentaires (surplus de ces fonds).

Les régimes assurés font aussi face à une série de risques particuliers qui peuvent conduire à leur défaillance. Parmi ceux-ci (dont la plupart existent aussi dans le chef des fonds de pension pour des opérations similaires), on peut citer⁴ :

- le fait que plus d'individus puissent vivre au moment de la retraite que ne l'avaient anticipé les tables de mortalité (risque de mortalité) ;

- le fait que les retraités vivent plus vieux que les tables de mortalité ne l'ont anticipé (risque de longévité) ;
- le fait que les performances des investissements soient moins élevées que prévu (risque d'investissement) ;
- le fait que certains placements soient perdus (créances irrécouvrables) ou vendus à perte ;
- le fait que les coûts de gestion, promotion, distribution soient plus élevés que prévus.

Le risque de longévité par exemple pose un problème lié au marché des rentes viagères. Les assureurs craignent ainsi généralement le risque d'antisélection dans le cadre de la commercialisation d'annuités : les acheteurs potentiels sont en effet généralement des personnes qui espèrent vivre vieux. Les assureurs sont de façon générale confrontés aux risques de sous-estimation de certaines tables de mortalité (même prospectives). Ainsi en Allemagne, la table de mortalité précédemment utilisée (et qui déjà était une table prospective tenant compte de l'allongement futur de l'espérance de vie) a été dépassée par la réalité seulement six ans après leur introduction⁵.

Enfin, certains régimes présentent des risques financiers importants *per se* comme c'est le cas des régimes basés sur les provisions comptables et surtout de ceux basés sur les frais généraux, dans le mesure où ils ne font pas l'objet de garanties particulières.

II. Politiques réglementaires

La réglementation de la sécurité de régimes privés de retraite est appliquée de façon très différente d'un pays à l'autre même si souvent elle vise des objectifs similaires. Si la protection des bénéficiaires appelle de façon générale tant la réglementation des plans eux-mêmes que celles des fonds, le maintien de la solvabilité des institutions concerne en priorité les fonds. Cependant comme il existe plusieurs types d'opérateurs sur le marché privé des pensions, une approche purement institutionnelle n'est guère réalisable. Le mieux est sans doute d'utiliser une approche tant institutionnelle que fonctionnelle et de viser les institutions mais seulement dans le cadre de leurs opérations de retraite.

La réglementation des régimes privés se conçoit sur la base de nombreuses approches parfois antinomiques. Ainsi pour l'administration fiscale le surfinancement d'un fonds n'est pas désirable puisqu'il permet le détournement d'avantages fiscaux au-delà des nécessités de financement du fonds. Pour l'autorité de contrôle, ce surfinancement peut représenter une garantie supplémentaire en

permettant de constituer des réserves additionnelles. Le financement des fonds peut de même être considéré dans une optique de liquidation (*winding up*) ou de continuité (*ongoing concern*), avec des méthodes de calcul actuarielles et des règles de solvabilité différentes. Les approches comptables peuvent ne pas coïncider avec les préoccupations des autorités de contrôle. Les règles prudentielles peuvent et doivent aussi être appréhendées en fonction de l'obligation de moyen ou de résultat dans le chef de l'opération concernée. Une distinction doit également être faite entre régimes privés et régimes capitalisés, comme cela a déjà été souligné. Les régimes capitalisés du secteur public (par exemple aux Pays-Bas avant 1995 et aux États-Unis) ne sont pas soumis aux mêmes règles que les régimes privés.

La réglementation en matière de sécurité fait l'objet de nombreuses discussions dans la plupart des pays Membres. Il est également intéressant de noter qu'elle évolue beaucoup et a tendance à se renforcer, en particulier dans les pays qui connaissent des régimes privés importants. Ceci fait notamment suite à la survenance de certaines défaillances, mais aussi à l'importance financière croissante de ces régimes. La réglementation américaine « ERISA » est, malgré des faiblesses reconnues, devenue, une des réglementations les plus complètes en matière de plans à prestations définies. Au Royaume-Uni, le récent « Pension Act » a renforcé les règles de financement. Ces tendances ont d'ailleurs été critiquées par certains observateurs. Certains expliquent le déplacement observé dans certaines circonstances entre les plans à prestations définies et les plans à contributions définies par l'excès de réglementation attaché aux premiers. Il semblerait que si ce renforcement ait bien eu un effet, il n'y ait pas d'unanimité sur son importance.

Ces renforcements se produisent souvent de deux façons : soit le législateur renforce la réglementation qu'il a mise sur place en matière de pensions, soit il adapte celle-ci à la réglementation existant en matière d'assurance, dont les objectifs sont, malgré des différences réelles entre les deux régimes, relativement proches.

La réglementation de la sécurité des fonds de pension doit s'appréhender à un niveau global. Les multiples composantes de cette réglementation ne devraient ainsi pas être simultanément renforcées, au risque de voir le système entier devenir ingérable. Si par exemple l'accent est davantage mis sur la réglementation de l'agrément, les dispositions en matière de contrôle pourraient être plus souples. De même si les provisions techniques font l'objet d'un contrôle étroit, la nécessité de fonds propres se fera moins sentir. Cela s'applique aussi aux responsables du contrôle dans la mesure où un degré donné d'autocontrôle limite le recours aux autorités gouvernementales. La réglementation est également dynamique : elle évolue en fonction des événements et en fonction des connaissances. Les sections suivantes traitent des différentes modalités possibles pour établir les premières bases d'un cadre réglementaire et de contrôle adéquat des régimes privés de pension.

A. Agrément

Étant donné l'importance sociale, économique et financière des fonds et plans de pension, il paraît évident qu'il faille les soumettre à un agrément administratif préalable à leur opération. Dans le récent livre vert, la Commission européenne note à cet égard que, si les réglementations nationales diffèrent en matière de pensions, elles ont comme points communs l'obligation pour les fonds de retraite d'obtenir l'agrément d'une autorité compétente et la possibilité de subordonner cet agrément au respect de certains critères, relatifs à l'honorabilité et à la compétence des gestionnaires de ces fonds et des dépositaires ou fiduciaires de leurs actifs, ou à la forme juridique des fonds. Il est important que l'agrément corresponde à quelque chose de plus qu'un simple enregistrement et soit assorti de critères précis tels ceux mentionnés ci-dessus, auxquels on peut ajouter, par exemple, l'exigence de la constitution de réserves libres ou encore la présentation d'un plan d'activité détaillant les techniques actuarielles qui seront utilisées ainsi que le développement attendu du fonds. D'autres critères porteront sur les exigences légales, comptables, techniques et managériales qui seront en principe similaires à celles exigées des assureurs⁶. Parmi les critères légaux, on pourra considérer l'exclusion de certains régimes de financement comme par exemple celui basé sur les frais généraux, sauf si celui-ci bénéficie de garanties suffisantes (par exemple sous la forme de réassurance).

Cet agrément peut prendre en fait plusieurs formes et ne pas correspondre à un engagement administratif *sensu stricto*. L'important est que les objectifs poursuivis soient atteints. Il faut également distinguer l'agrément de la qualification fiscale. Un plan pourrait ainsi se voir refuser le bénéfice d'avantages fiscaux et ne pas être fiscalement qualifié sans pour autant être « illégal ». Il est très important que le critère d'agrément et/ou de qualification soit connu des bénéficiaires du plan considéré.

L'agrément doit porter sur les institutions de retraite et en particulier sur celles qui ne sont pas déjà contrôlées par ailleurs, mais aussi sur le plan. De toute façon celui-ci fera l'objet d'un agrément administratif préalable de la part des autorités fiscales dans la mesure où il bénéficie d'avantages fiscaux. L'autorité réglementaire peut cependant à cet égard s'inspirer de l'évolution qui a eu lieu dans un secteur proche, celui de l'assurance pour considérer, en tenant compte de la situation propre au pays concerné, que l'agrément administratif préalable du plan n'est pas nécessaire ou seulement sous certaines formes réduites et qu'il peut être remplacé par un contrôle *a posteriori*. Ceci présuppose cependant en principe l'existence de règles strictes quant à la réglementation et quant au contrôle des institutions prestataires de services de retraite. Il semble judicieux, en l'état actuel des choses, de prévoir un agrément multiforme qui porte tant sur le fonds que sur le plan et éventuellement, en particulier dans le cas de fonds non séparés, sur l'entreprise support.

B. Séparation des actifs

Un des premiers grands principes relatifs à la sécurité des retraites réside dans l'exigence de la création d'un fonds séparé de l'organe de support (l'employeur) ou dans la constitution de garanties particulières si ce n'est pas le cas. Cette séparation devrait être irrévocable, c'est-à-dire que des droits irrévocables doivent être attachés à la propriété de ces fonds (à tout le moins jusqu'à la limite du financement complet) dans le chef des bénéficiaires. Ce principe de la séparation est suivi dans la plupart des pays Membres. L'existence de services de dépôt (*custodian*) indépendants revêt également une importance considérable à cet égard.

Tous les régimes privés existant actuellement ne sont cependant pas nécessairement capitalisés sous la forme d'un fonds distinct auxquels des droits irrévocables sont attachés. On trouve en effet également des régimes où il existe un fonds distinct mais sans droits irrévocables (les « *support funds* » en Allemagne) ainsi que des régimes privés sans création de fonds distincts mais avec un provisionnement comptable (systèmes des provisions comptables en Allemagne, au Japon, en Autriche, au Luxembourg, en Suède). Le système de provisions comptables présente des risques importants d'insolvabilité. Ceci explique notamment pourquoi il est assorti d'une assurance insolvabilité obligatoire en Allemagne ; par contre il est beaucoup plus étonnant de constater qu'au Japon, les « *lump sum retirement benefit plans* » qui sont basés sur ce système de provisions comptables, ne bénéficient d'aucune assurance insolvabilité obligatoire. Ces derniers régimes, qui prévoient en outre des sorties en capital, peuvent soumettre les employeurs à de très fortes pressions financières. Depuis 1976, les employeurs japonais sont tenus de garantir les provisions comptables auprès d'une institution financière. Il semblerait cependant qu'en pratique cela ne se fasse pas ou peu⁷. Si le provisionnement comptable est permis, celui-ci devrait au moins être assorti de certaines garanties, comme l'assurance insolvabilité en Allemagne, le dépôt partiel en Autriche ou des formes de réassurance.

Il existe aussi des systèmes privés sans constitution de fonds et sans provisionnement ; ce sont les systèmes basés sur les frais généraux, en vigueur en Irlande et en Norvège⁸. Ce dernier système est en fait un régime de répartition. Il est souvent considéré comme dangereux en particulier s'il ne bénéficie pas de garanties adéquates et est d'ailleurs interdit dans de nombreux pays. Certains régimes privés spéciaux fonctionnent également sur la base de la répartition mais dans un cadre réglementaire strict et avec gestion paritaire et contrôle de l'État. C'est le cas des régimes complémentaires français, dont les statuts rendent cependant la classification difficile.

Hormis les cas particuliers de régime de répartition, tous les régimes privés actuels sont basés sur le principe d'un provisionnement capitalisé, qui peut être

réel ou comptable. La séparation juridique du fonds par rapport à l'entreprise est également une règle généralement suivie. Ce provisionnement et cette séparation ne garantissent cependant pas en soi le financement suffisant du fonds. Ils limitent cependant certains risques liés au défaut de l'entreprise support et peuvent à cet égard être recommandés.

Le risque de défaut de l'employeur peut s'apprécier avec une distinction suivant que le fonds est internalisé ou externalisé. Dans le cas de la faillite du support, les droits acquis restent protégés si le fonds est séparé juridiquement du support et s'il est suffisamment financé. Ils peuvent l'être complètement, même en cas de sous-financement, si en outre le fonds dispose d'un rang suffisant dans la liquidation de la société ou encore si le fonds est assuré.

Lorsque le régime de pension est constitué par le biais d'une assurance de groupe, il bénéficiera des garanties offertes par la réglementation des assurances. Les fonds feront cependant partie des provisions techniques de l'assureur sans cautionnement particulier et ne bénéficieront pas d'un rang privilégié en cas de faillite de celui-ci. Par contre, en cas de gestion de fonds de pension par l'assureur, ces fonds pourront soit être gérés pour compte propre et être dans ce cas assimilés aux provisions techniques de l'assureur, soit être gérés pour compte de tiers, dans lequel cas un fonds autonome existe, l'entreprise d'assurance réalisant simplement la gestion financière, administrative et actuarielle de ce fonds.

C. Règles de provisionnement minimum

Approches

Les règles de financement sont souvent distinguées sous deux grandes approches. La première met l'accent sur la notion d'équilibre à long terme et envisage le régime dans sa continuité (*ongoing concern*). Ces méthodes prennent en compte non seulement les services passés mais aussi les services futurs. On appelle aussi cette approche l'approche financière ou celle des méthodes prospectives. La deuxième se situe dans l'optique d'une liquidation du fonds (*winding-up*) et considère essentiellement les services passés, projetés ou non pour tenir compte de l'évolution des salaires. Cette approche, qui correspond à l'approche dite juridique, ou encore celle des méthodes rétrospectives, est celle généralement retenue en matière de solvabilité et en particulier lors de l'imposition de minima réglementaires. Le développement des droits acquis et le renforcement de mesures permettant la transférabilité et la portabilité vont également dans ce sens. Les deux techniques ne sont aucunement incompatibles et l'imposition d'un financement minimum ne doit pas exclure la recherche d'un équilibre à

long terme. Les techniques de gestion actif/passif (ALM) vont d'ailleurs dans le sens de cette recherche.

Les règles de financement utilisées dans l'optique de la liquidation des droits acquis sont relatives aux services passés et donc aux prestations acquises. Elles comportent plusieurs variantes dont les principales sont les suivantes :

- ABO, « *accumulated benefit obligation* », qui correspond au montant des engagements exprimés en droits acquis, relatif au salaire actuel, que le fonds de pension à prestations définies devrait honorer en cas de clôture immédiate ;
- PBO, « *projected benefit obligation* », qui correspond à l'ABO, en tenant compte de l'estimation du salaire final ;
- IBO, « *indexed benefit obligation* », qui correspond à l'ABO avec une indexation des droits acquis ;
- GBO, « *guaranteed benefit obligation* », qui correspond à l'ABO mais avec en outre une garantie minimale en matière de prestations.

Les points de vue relatifs aux avantages respectifs de ces règles de financement minimal sont partagés. Pour certains les indicateurs PBO/IBO présentent un avantage incomparable sur l'ABO dans la mesure où ils anticipent le fardeau que constitue l'arrivée à maturité du régime en étalant (au moins en partie) les coûts sur toute la durée du régime⁹. D'autres auteurs considèrent également que le PBO est plus adapté que l'ABO, en tout cas pour les plans liés au salaire final ou une moyenne de fin de carrière parce qu'il tient compte de l'effet de l'évolution des salaires. Par contre ceci est moins évident pour les plans à prestations forfaitaires (*flat benefit plans*)¹⁰. Enfin, le PBO serait moins sensible aux mouvements des taux d'intérêt puisque les changements dans le taux d'inflation anticipé devraient se refléter tant dans les taux d'intérêt que dans les projections d'augmentation de salaire¹¹. Cette formule entraîne cependant l'adoption de normes de financement plus élevées, ce qui, selon d'autres auteurs, la rendrait impopulaire auprès des responsables des régimes et des pouvoirs publics¹². D'autres auteurs considèrent par exemple que le PBO ne doit être utilisé que s'il y a une obligation d'indexation de la prestation, comme au Royaume-Uni¹³.

Évolutions

La fixation des règles de financement a évolué de façon substantielle dans certains pays. Aux États-Unis par exemple, on a pu observer dans les années quatre-vingt un déplacement comptable du recours de la méthode « *entry-age normal cost (ongoing)* » à celle du « *projected unit credit (winding-up)* ». Ce déplace-

ment comptable qui faisait suite à une modification des normes du FASB s'est répercuté dans les règles de financement, qui ont également été modifiées dans la pratique pour harmoniser les deux approches. Ce type de modification résulte dans une augmentation des coûts en fin de carrière et une diminution au début. En 1987, l'« *Omnibus budget reconciliation act* » (OBRA) a ensuite promulgué le passage du PBO à l'ABO. Ceci a conduit beaucoup d'employeurs à se mettre en congé de contributions puisque ce changement impliquait un surfinancement (le passage du PBO à l'ABO fait diminuer le financement minimum exigé, à tout le moins en début du cycle. A cela s'ajoute le fait que le surfinancement est finalement limité). Ceci pourrait avoir des conséquences dommageables dans le futur, en tenant compte en particulier du contexte du « baby boom », quand les employeurs seront appelés à contribuer davantage qu'ils ne l'ont fait ces dernières années. Dans la mesure où cette situation se produirait au même moment que le déficit de la sécurité sociale, cela aurait inévitablement un effet substantiel sur les prestations¹⁴.

Comme l'indique à titre d'illustration le tableau 9, le ratio de financement calculé sur base de l'ABO a diminué en moyenne pondérée de 1987 à 1993 pour tous les plans. Cette diminution est en fait largement attribuable à la régression des plans surfinancés. Les variations observées de 1987 à 1988 et de 1989 à 1990 dans les plans sous-financés sont quant à elles liées aux rendement des marchés financiers. Le tableau 10 présente des ratios calculés sur la base du PBO. On constate que cette fois les plans sont en 1993 en moyenne légèrement sous-financés, tandis que le sous-financement des plans sous-financés atteint 63 pour cent. Ce qui est spécialement intéressant dans la comparaison de ces deux tableaux est la différence entre les ratios, suivant qu'ils sont basés sur l'ABO ou le PBO. Les ratios PBO sont uniformément moindres que les ratios ABO, reflétant la projection des salaires futurs pour les plans liés au salaire. La différence est moins marquée dans le cas des plans sous-financés, qui sont souvent des plans à prestations forfaitaires et qui dès lors ne nécessitent pas de projection de salaire suivant la norme FAS87¹⁵.

Enfin, les graphiques 1 et 2 illustrent bien les évolutions décrites dans les paragraphes précédents. Le premier graphique correspond à l'évolution de coûts de pension dans le cas d'un employé de 25 ans, sur une période de 40 ans. Ces coûts sont exprimés en pourcentage du salaire. L'utilisation du PBO à la place de la méthode prospective « *entry age* » diminue les coûts au début de la carrière mais les augmente à la fin. Le deuxième graphique illustre le passage du PBO à l'ABO. On observe que l'ABO est inférieur au PBO jusqu'au milieu de la carrière. Les règles fixées par l'OBRA imposent un financement égal à la plus petite des valeurs suivantes : 100 pour cent des engagements projetés ou 150 pour cent de l'ABO. Or en dessous de 40 ans, 150 pour cent de l'ABO est généralement plus petit que 100 pour cent du PBO. Au moment où cette législation est passée, la génération du « *baby boom* » était précisément dans la première zone d'âge. Le

Tableau 9. **Ratio des actifs relatifs à l'ABO dans les plans à prestations définies**
États-Unis, moyennes pondérées

Année	Tous les plans	Plans sous-financés	Plans surfinancés
1993	1.13	0.69	1.28
1992	1.22	0.71	1.35
1991	1.28	0.69	1.40
1990	1.26	0.71	1.40
1989	1.40	0.78	1.54
1988	1.37	0.78	1.52
1987	1.39	0.73	1.51

Source : Warshawsky*.

* Calcul de l'auteur tiré de la base Compustat et incluant seulement les entreprises domiciliées aux États-Unis (filiales exclues) rapportant l'existence d'au moins un plan à prestation définie suivant le FAS87. Voir Warshawsky (1997) pour plus de détails méthodologiques.

Tableau 10. **Ratio des actifs relatifs au PBO dans les plans à prestations définies**
États-Unis, moyennes pondérées

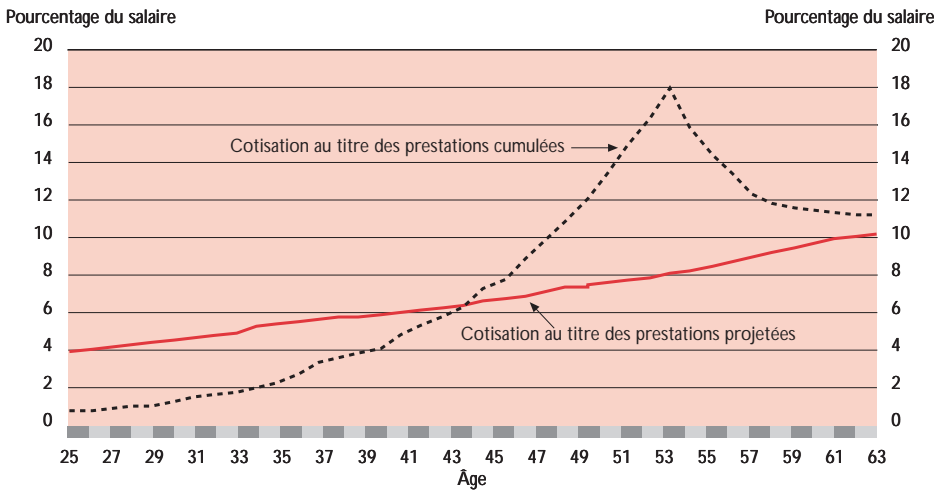
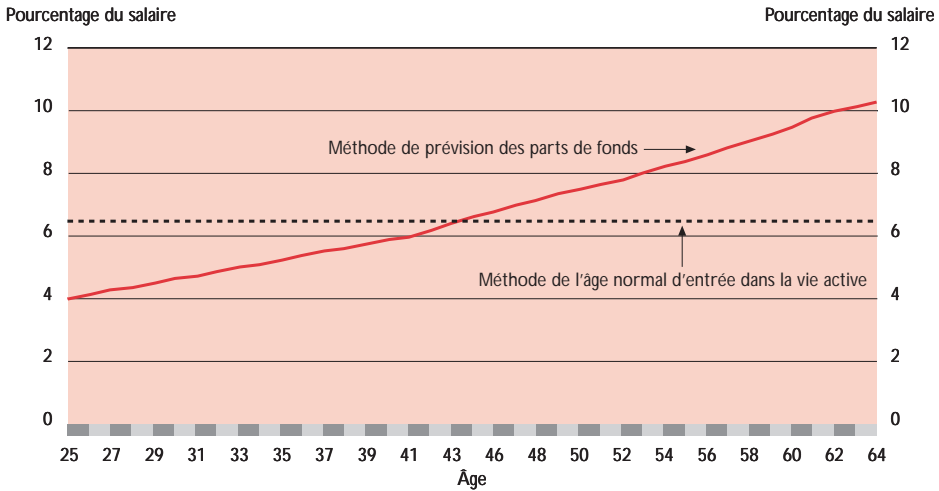
Année	Tous les plans	Plans sous-financés	Plans surfinancés
1993	0.99	0.63	1.10
1992	1.05	0.65	1.14
1991	1.09	0.63	1.18
1990	1.06	0.64	1.16
1989	1.18	0.73	1.27
1988	1.14	0.73	1.24
1987	1.16	0.66	1.24

Source : Warshawsky*.

* Calcul de l'auteur tiré de la base Compustat et incluant seulement les entreprises domiciliées aux États-Unis (filiales exclues) rapportant l'existence d'au moins un plan à prestation définie suivant le FAS87. Voir Warshawsky (1997) pour plus de détails méthodologiques.

passage de l'« *entry age* », au PBO puis à l'ABO a placé de nombreux fonds en situation de surfinancement et incité ceux-ci à suspendre leur contribution. Les graphiques montrent bien par contre l'importance des contributions attendues sous l'ABO dans la phase de maturation du régime, ce qui pourrait entraîner les problèmes indiqués plutôt.

Au Royaume-Uni, on a également constaté d'abord une évolution dans l'utilisation des techniques actuarielles. Si les méthodes utilisées avant correspondaient généralement aux méthodes prospectives, la tendance actuelle est de privilégier la « *projected unit method* »¹⁶. Quant aux règles de financement, jusqu'il y a

Graphiques 1 et 2. **Coûts de la pension suivant des méthodes actuarielles différentes pour un de 25 ans, sur une carrière de 40 ans**

Source : Warshawsky (1997).

Tableau 11. Réglementation du financement minimum

	Obligation de financement	Autres caractéristiques réglementaires
Allemagne	Oui pour les « pensionskassen » quoiqu'uniquement à hauteur du PBO	Option de financement par provisions comptables (non imposées ; pensions imposées au taux normal)
Belgique	Oui : ABO basé sur les salaires actuels (taux d'intérêt de 7 %)	
Canada	Oui	Surplus max. : 5 % du PBO
Danemark	Sans objet (plans DC)	
Espagne	Oui : PBO plus marge de 4 %, taux d'intérêt de 6 % (néanmoins une réduction de 1 à 2 points est envisagée)	
États-Unis		Surplus max. : 50 % de l'ABO primes d'assurances plus élevées en cas de sous-capitalisation (<i>underfunding</i>)
France	Sans objet	
Irlande	Oui : ABO	
Italie	Oui pour les plans assurés qui doivent être financés complètement sur base de projections sur 15 ans	
Japon	Optionnel	Exempté d'impôt jusqu'à l'ABO uniquement (réserves comptables exemptées d'impôts à hauteur de 40 % des engagements)
Mexique	Non	
Norvège	Oui : au moins égal au montant de la différence entre le PBO et la valeur actuelle nette des contributions futures, sur la base d'un taux d'intérêt de 3 %	
Pays-Bas	Provisionnement minimal : valeur actuelle de l'ABO escomptée à hauteur de 4 %	Pourcentage du surfinancement en fonction de la composition du portefeuille d'investissements et de la volatilité des retours sur investissements surplus min. : ABO
Portugal	Oui : ABO	
Royaume-Uni	Uniquement pour la part de la sécurité sociale à laquelle on peut se soustraire	
Suède	Pour ATO ; IBO est financé	Taux de contribution ajusté tous les 5 ans pour assurer le provisionnement de l'IBO
Suisse	PBO ou ABO	Surplus max. : 5 % de l'IBO ou du PBO

ABO fait référence à « accrued benefit obligation » (obligation au titre des prestations cumulées) et PBO à « projected benefit obligation » (obligation au titre des prestations projetées).

Sources : Davis (1995) et OCDE.

peu, il n'existait que celle relative au GMP (*Guarantee Minimum Pension*) dans le cas des plans « *contracted out* », c'est-à-dire un GBO et aucune règle de financement minimum dans les autres cas. Le rapport GOODE¹⁷ rappelait d'autre part que certains plans financés par une approche « *on-going* », c'est-à-dire celle suivie par la plupart des plans liés aux salaires, pouvaient en fait être en équilibre suivant cette approche et sous financés en cas de liquidation, notamment lors de dépréciation majeure sur les marchés. Parmi ses suggestions, le rapport recommandait la mise en place d'une règle minimale de financement basée sur la technique de « *Cash equivalents* » (qui était déjà utilisée dans le cas des transferts). Le gouvernement retiendra finalement l'idée au niveau du financement minimum mais en permettant le calcul actuariel sur une base proche de l'« *ongoing* ». L'acte supprime le GMP mais conserve le principe d'une pension minimale basée sur un plan de référence.

La question du financement approprié du fonds se pose particulièrement pour les plans à prestations définies. En effet dans le cas de plans à contributions définies, ceux-ci sont techniquement financés. Ceci ne veut pas dire qu'ils le soient en pratique, notamment si le fonds a fait l'objet de malversation. En 1995 et 1996, le département américain du travail a traité 1 300 cas impliquant des employeurs qui avaient détourné de l'argent des plans 401K de leurs employés¹⁸. La réglementation relative au financement vise cependant essentiellement le défaut technique de provisionnement du fonds suite à la faillite de la firme sponsor, ou suite à un mauvais calcul de ces provisions, ou encore suite à d'autres facteurs imprévisibles. Le but de la réglementation sera d'imposer une approche prudente du financement de ces fonds, en limitant notamment les effets de l'apparition ou la variation d'éléments exogènes (taux d'intérêt, taux d'inflation, déclin industriel, etc.) et surtout en limitant la marge de manœuvre de conduites endogènes inappropriées.

De façon générale, les règles de financement minimales doivent être analysées dans le cadre réglementaire de la protection des bénéficiaires en cas de liquidation du fonds. Elles sont différentes des méthodes que le gestionnaire du fonds peut avoir à utiliser dans le cadre de la gestion à long terme de celui-ci. Le gestionnaire privilégiera sans doute des techniques mettant en avant la continuité du fonds. Ces techniques n'excluent cependant pas l'obligation de se conformer à des règles minimales.

Régimes assurés

En régime assuré, les provisions devront répondre à plusieurs critères. Ces provisions, généralement appelées mathématiques, mesurent en fait la différence entre les engagements actualisés (prise en compte du facteur temps) et proba-

bilisés (prise en compte du facteur risque), pris respectivement par l'assureur (la prestation) et l'assuré (la contribution à venir). Elles obéissent aux mécanismes de nivellement et capitalisation des primes, en combinant une assurance temporaire décès et un capital différé. Les entreprises d'assurance-vie font en outre généralement participer les assurés aux bénéfices techniques et financiers, donc au surplus. Ceci fait contrepoids aux règles tarifaires prudentielles utilisées¹⁹, qui sont calculées sur base d'hypothèses liées aux tables de mortalité, aux taux de capitalisation, aux chargements de gestion, etc. L'assuré bénéficie d'un droit de rachat, sorte de droit acquis, lui permettant d'obtenir le remboursement d'une fraction de la provision, variable suivant le moment où ce remboursement est demandé.

Lorsque le fonds est géré par des gestionnaires financiers autres que les assureurs, ceux-ci ne sont tenus, au passif, à aucune norme prudentielle spécifique en raison de ces opérations, ce qui se comprend puisqu'il s'agit d'opération de gestion financière « pure ». Si ce gestionnaire est un assureur, il peut par contre être tenu de constituer des provisions techniques et une marge de solvabilité de 1 pour cent de ces provisions techniques lorsque le montant destiné à couvrir les frais de gestion prévus dans le contrat est fixé pour une période de plus de 5 ans²⁰. Cette situation peut sembler anormale en regard des principes de concurrence puisque, pour la même activité, deux opérateurs peuvent être soumis à des règles contraignantes très différentes suivant leur secteur d'origine.

Surplus

Une question importante qui se pose dans les régimes de pension concerne la propriété des surplus, à tout le moins dans le cas des plans à prestations définies puisque les plans à cotisations définies n'ont pas par principe de surfinancement. On considère généralement que ce surplus appartient à l'employeur, comme d'ailleurs lui appartient l'obligation de combler d'éventuels déficits. Cette question est cependant controversée et, en vertu de la théorie du salaire différé, certains observateurs considèrent que l'employé a également des droits sur ce surplus (ce qui rejoindrait les cas de participations bénéficiaires en assurance-vie). En pratique, lorsque le cas du partage n'est pas réglementé, un partage pourra être considéré après négociation. Les surplus peuvent être utilisés de plusieurs façons et permettre à l'employeur de suspendre ses contributions, de récupérer les actifs concernés (*asset reversion*) ou encore à l'employé de voir ses prestations améliorées ou ses contributions réduites, voire suspendues, tandis que le fonds pourra, pour sa part, constituer des réserves non affectées.

La constitution et l'utilisation de surplus est généralement réglementée pour des raisons fiscales ou pour éviter des abus, notamment dans le cadre de certaines liquidations volontaires de fonds. Ainsi, aux États-Unis, si les surplus

sont remboursés à l'employeur, ils sont taxés à 50 pour cent. Par contre, s'ils servent, au moins en partie, à augmenter les prestations ou à créer un plan de remplacement, ils ne sont taxés qu'à 20 pour cent²¹. Au Royaume-Uni, les remboursements à l'employeur sont taxés à 40 pour cent. Les Courts de justice y ont aussi limité les pratiques suivies dans certaines acquisitions, visant essentiellement à s'approprier les fonds au détriment des intérêts des bénéficiaires.

Sous-financement

Le sous-financement doit être apprécié dans une perspective dynamique. Même si les règles prudentielles se fondent sur une approche de liquidation, un fonds sain peut parfois se trouver en situation de sous-financement sans que cela n'obère nécessairement sur sa viabilité. Le cas des allocations rétroactives de prestations, qui arrive assez souvent dans les cas de renégociation collective de prestations forfaitaires, en fournit un bel exemple. Si la réglementation exige que celles-ci soient immédiatement financés, sans amortissement et sans préfinancement (comme c'était le cas aux États-Unis), le fonds, sauf s'il est en situation de surfinancement suffisante (ce qui, comme on l'a vu, est généralement limité), se retrouvera probablement en situation de sous-financement alors même qu'il a pris une mesure en faveur de ses bénéficiaires. Cette situation se retrouve aussi dans le cas d'une chute soudaine et importante des actifs ou d'une augmentation de l'inflation (la prise en compte du PBO réduirait cette situation puisque la prise en compte de l'inflation aurait indirectement – et au moins partiellement – été réalisée par la projection du salaire final).

Si le fonds est sous-provisionné, l'employeur – et éventuellement les employés – seront appelés à remédier à cet état de choses. Cela prendra généralement la forme d'une augmentation de contributions qui pourra, suivant la nature du sous-provisionnement, être amortie sur une période déterminée. Par exemple, au Royaume-Uni suivant les nouvelles règles du Pension Act de 1995, un sous-financement de 10 pour cent devra être corrigé dans les cinq ans. Par contre s'il est plus important, il devra être comblé en un an. A défaut, le fonds sera éventuellement liquidé et le sous-financement imputé comme une dette de l'entreprise sponsor.

De façon générale, les autorités de contrôle vont, en cas de problèmes de financement importants du fonds, inciter le fonds et l'employeur à tout mettre en œuvre pour trouver des solutions adéquates, en exigeant notamment un plan de redressement à moyen et long terme. Les liquidations volontaires présentent un risque particulier dans la mesure où elles pourraient être suscitées par des considérations contraires aux intérêts des bénéficiaires. Aux États-Unis, les liquidations volontaires des plans d'employeur nécessitent que le plan soit complètement

financé. La liquidation volontaire d'un plan sous-financé n'est possible que dans le cas de situations de détresse réelle, et nécessite l'accord de la Court de justice compétente en matière de faillite ou celui du PBGC.

D. Capitaux propres

Dans le secteur de l'assurance ou de la banque, l'existence de fonds propres est une composante indispensable de la solvabilité des entreprises de ces secteurs. Sur base de ces capitaux, des ratios de solvabilité sont établis, tels le ratio Cooke, la marge de solvabilité européenne, le « risk-based capital » américain ou encore le MCCR (Minimum Continuing Capital and Surplus Requirements) canadien. Ces capitaux fournissent une garantie majeure en cas de difficultés financières. Cette garantie joue cependant *a posteriori*. D'autres règles relatives à la gestion des passifs et des actifs jouent un rôle plus direct dans la solvabilité de ces organismes. Elles concernent par exemple dans le domaine des assurances le calcul de provisions techniques, la tarification (qui équivaut à la fixation actuarielle des contributions dans le cas des fonds de pension), ou encore la réglementation des investissements.

En matière de pensions privées, le concept de capital propre est différent. D'abord parce que le fonds lui-même n'a pas à proprement parler d'actionnaires. Sa situation s'apparente plutôt à celle de la société mutuelle. A l'instar de celle-ci on pourrait dès lors concevoir que les capitaux propres seraient constitués par l'emprunt qui sert de base au fonds d'établissement de ces mutuelles. La prise en compte en matière de solvabilité d'éléments qui ne sont pas définitivement acquis au fonds peut apparaître contraire à la notion de solvabilité. Dans la mesure où cependant l'assuré ou le bénéficiaire du fonds bénéficierait d'un rang supérieur aux créanciers en cas de liquidation, cet emprunt peut cependant être considéré comme renforçant la sécurité du fonds²². Il ne faut d'autre part pas oublier que derrière le fonds de retraite se trouve l'employeur qui reste le garant du financement de ce fonds, en tout cas dans les plans à prestations définies et en l'absence de mécanismes d'assurance. Cette garantie peut aussi être considérée en matière de solvabilité. Au besoin elle pourrait être collatéralisée à un des actifs de la société support, surtout si le fonds ne dispose pas de privilège spécial en cas de liquidation. Le fonds assuré peut quant à lui être, sous certaines conditions, dégagé de l'obligation de garantir sa solvabilité dans la mesure où cette garantie serait déplacée sur celle de l'assureur et sur les règles auxquelles celui-ci est soumis.

S'il n'est pas fréquent que des marges de solvabilité soient exigées quant aux fonds de pension, elles existent néanmoins dans certains pays, par exemple en Belgique dans le cas où le fonds assure des risques décès/incapacité ou – suivant

des projets réglementaires – s'il a des obligations de résultat. Il est à cet égard important de distinguer la question liée à la nécessité de la constitution de telles marges en fonction des types d'obligation. Le Comité européen des assurances, a fait plusieurs propositions intéressantes dans ce sens (voir section F). Lorsqu'il y a obligation de résultat, de nombreux observateurs considèrent que l'organisme gestionnaire, quel qu'il soit, devrait disposer de fonds propres permettant la constitution de marge de solvabilité ou de garanties équivalentes (voir annexe V).

Une autre façon de constituer des « capitaux propres » au sein des fonds de pension est lié aux différentes règles de financement utilisées. Le fonds est obligé de constituer des provisions techniques relatives aux minima de financement correspondant généralement à l'ABO ou PBO. La gestion financière du fonds est cependant basée sur une optique de long terme et de continuité du fonds. A ce titre, le fonds constitue souvent en pratique des provisions pour les prestations acquises mais aussi pour les prestations à constituer, qui viennent en surplus par rapport aux engagements réglementaires. L'imposition de la constitution de tels fonds libres, dans les cas d'obligation de résultat, renforcerait de façon substantielle la garantie partielle offerte par les règles de financement minima. La gestion de ces fonds devrait cependant, à l'instar des fonds propres des compagnies d'assurance, être libre et dégagée d'obligations relatives aux formes de placement.

Comme on l'a déjà vu, le surfinancement est souvent soumis à deux objectifs contradictoires : l'un lié à la solvabilité est en faveur de ces réserves supplémentaires, l'autre lié à la fiscalité ne l'est pas puisque ces réserves sont autant de ressources défiscalisées. C'est pourquoi aux États-Unis le financement est limité à 150 pour cent de l'ABO et qu'au Royaume-Uni il est limité à 5 pour cent du PBO ou de l'IBO. Au Canada aussi le surfinancement se mesure au PBO, ce qui permet d'atteindre un chiffre plus important que lorsqu'il est mesuré face à l'ABO. La réconciliation des deux objectifs semble cependant non seulement possible mais aussi souhaitable, par exemple par une modulation de la déductibilité fiscale.

Au-delà de la constitution de fonds propres de la forme mentionnée ci-dessus, un fonds minimum de garantie peut également être exigé suivant les mêmes modalités²³.

E. Méthodes de calcul

Les règles qui ont été considérées au point C correspondent à des minima réglementaires mis en place dans une optique de liquidation du fonds. L'objectif du fonds doit certes être de respecter au moins ces minima mais il doit être surtout de permettre un financement continu afin de fournir les prestations promises. Dans cette optique, une approche « *ongoing concern* » peut mieux refléter les modalités nécessaires pour atteindre ce but. De façon générale, les règles de finance-

ment d'un fonds vont déterminer les contributions nécessaires et le calendrier de ces contributions afin de permettre le paiement correspondant de prestations. Pour ce faire un nombre important de paramètres devront être pris en compte. Ils prendront notamment en compte les frais de gestion, le taux de croissance des salaires, le taux d'inflation, l'indexation ou la revalorisation éventuelles des prestations, les tables de mortalité, les niveaux de rendement attendus, le taux de renouvellement du personnel, les taux d'intérêt, etc. Une série de techniques actuarielles seront utilisées, souvent d'ailleurs en fonction des règles minimales de financement exigées. Enfin des règles comptables détermineront la façon dont les coûts seront pris en compte dans les comptes financiers.

Les règles utilisées en pratique pour répondre aux différents objectifs (minimum réglementaire, financement à long terme, comptabilisation) peuvent être très différentes. Ceci peut entraîner une absence de transparence et une complexité parfois nuisible, et faire obstacle à la comparabilité des comptes, au niveau national et certainement international. Il est d'autre part cependant attendu que certaines différences, parfois majeures, existent entre les règles puisqu'elles correspondent à des objectifs différents. Un fonds pourra par exemple être en situation de financement adéquat suivant l'approche « *ongoing* », sans l'être suivant l'approche « *winding-up* », comme cela a déjà été souligné.

Il n'entre pas dans le cadre de ce rapport de détailler et analyser toutes ces règles techniques. On peut cependant souligner certaines de leur caractéristiques ainsi que leur relation avec les principes visant la solvabilité des fonds.

Les principales normes *comptables* nationales existant actuellement sont la norme américaine FAS87 et la norme britannique SSAP24. Elles prennent toute deux en compte la volatilité éventuelle des contributions de l'employeur au sein du bilan plutôt que sous la forme d'information. Une différence fondamentale réside dans le fait que le SSAP24 ne cherche pas à imposer de restrictions sur les méthodes actuarielles utilisées, dans la mesure où elles sont fondées sur une approche « *ongoing* »²⁴, tandis que le FAS87 privilégie les méthodes de « *Projected Unit Method* ». Les deux règles comptables traitent également différemment les surplus existant à la date de l'application. Au niveau des règles d'évaluation, FAS87 prône la valeur de marché (ou le « *fair value* » mais qui en cas de marché actif équivaut à la valeur de marché). Les principes comptables ont eu une forte influence sur l'évolution de la réglementation du financement des fonds de pension.

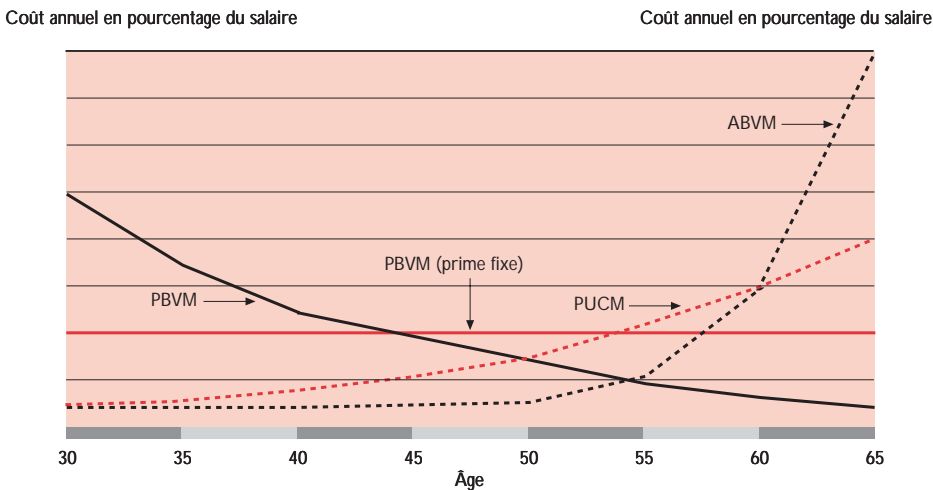
Plus récemment, l'IASC a engagé une révision de ses normes comptables qui privilégie les méthodes d'évaluation basées sur l'approche liquidation comme c'est le cas de la nouvelle version de la norme IAS19, en cours de finalisation. En rappelant que l'ancienne norme IAS19 permet l'utilisation tant de méthodes « *accrued* » (optique *winding-up*) que « *projected* » (optique *ongoing*), le Board de l'IASC

considère cependant que, notamment pour des raisons de comparabilité, la méthode « *accrued* » devrait être privilégiée et au sein de celle-ci la « *projected unit credit method* ».

Les méthodes *actuarielles* sont un des éléments clefs de la sécurité des fonds de pension, que cela soit dans une optique « *winding-up* » ou « *ongoing* ». Les règles de financement minimum se fondent sur plusieurs techniques actuarielles correspondantes, ainsi la « *unit credit method* » pour l'ABO, la « *projected unit credit method* » pour le PBO. Les règles basées sur la durée des services totaux font appel aux méthodes « *individual level premium* » (avec le salaire actuel), « *entry age* » ou encore, de façon beaucoup plus globale, l'« *aggregate cost method* » qui tient compte tant de l'estimation du salaire final que des caractéristiques de capitalisation collective.

Le graphique 3 illustre l'évolution théorique du coût annuel d'un employé suivant plusieurs méthodes actuarielles. L'ABVM correspond à l'Accrued Benefit Valuation Method (l'Unit Credit). Le PUCM correspond au Projected Unit Credit Method. Les deux PBVM correspondent aux méthodes prospectives avec ou sans

Graphique 3. **Tendance du coût annuel de la pension, en pourcentage du salaire**



PBVM : modèle d'évaluation par les prestations projetées.

PUCM : méthode de projection par les crédits unitaires.

ABVM : modèle d'évaluation par les prestations acquises.

Source : Étude FEE, 1995.

primes fixes. Il n'entre pas dans le cadre de ce rapport d'approfondir l'analyse de ces méthodes. Par contre le graphique montre bien les différences existant entre les méthodes et leurs répercussions sur la comptabilisation des coûts. L'évolution de la méthode « unit credit » utilisée dans le calcul de l'ABO (ABVM) est ainsi inverse de celle de la méthode prospective (PBVM).

On constate une tendance convergente des normes comptables et des règles de financement minimum de privilégier une approche liquidation. Cela devrait au moins permettre d'augmenter la comparabilité et la compatibilité des méthodes actuellement utilisées. On peut aussi s'attendre à ce que la norme PBO soit de plus en plus utilisée si la méthode comptable de « *projected unit credit method* » est reconnue comme le nouveau standard international.

Sans entrer dans le détail, il faut également rappeler l'importance des règles *d'amortissement* et leur impact sur le niveau de la réglementation du financement. Par exemple, le système en vigueur dans la province d'Ontario au Canada impose des règles relativement strictes en exigeant que les engagements initiaux non financés soient amortis sur 25 ans, tandis que les engagements non financés survenant ultérieurement suite à des modifications de plans ou l'introduction de nouveaux plans, le soit sur 15 ans. Les engagements non financés qui font suite à des résultats d'investissement défavorables, doivent être amortis en 5 ans. Par contre aux États-Unis, les règles d'amortissement sont un peu plus souples, ainsi qu'en témoigne le tableau suivant.

Tableau 12. **Périodes d'amortissement
pour des engagements non financés**
États-Unis

Engagement initial non financé, pour les plans établis après le 1 ^{er} janvier 1974	30 ans
Amendements au plan	30 ans
Pertes et profits actuariels	
Plans d'une entreprise	5 ans
Plans multi-entreprises	15 ans
Modifications des hypothèses actuarielles	
Plan d'une entreprise	10 ans
Plans multi-entreprises	30 ans

Sources : McGill, Brown, Haley, Shieber, 1997.

La détermination adéquate du *taux d'intérêt* est essentielle en matière de règles de financement et influence de façon déterminante l'effet réel de la prise en compte de ces règles sur le financement du fonds (suivant le taux d'intérêt choisi un ABO peut ainsi avoir des résultats similaires au PBO). L'histoire a montré

que nombre de fonds en situation de sous-financement aux États-Unis avaient actualisé leurs engagements sur des taux trop élevés. L'importance des taux apparaît clairement quand on sait qu'une variation d'un pour cent du taux d'intérêt entraîne une variation correspondante des charges de financement de 20 à 25 pour cent²⁵. Le rapport de 1996 du Pension Benefit Guaranty Corporation (PBG) indiquait ainsi que l'augmentation substantielle du sous-financement des plans d'entreprise (de 31 à 65 milliards de dollars) était largement dûe au déclin du taux d'intérêt en 1995 (de 7.15 pour cent fin 1994 à 5.3 pour cent fin 1995). Ceci a conduit plusieurs pays à réglementer l'utilisation des taux d'intérêt utilisés dans les calculs actuariels. Ainsi aux Pays-Bas où le taux a été fixé à 4 pour cent²⁶. Au Japon, un rendement nominal de 5 pour cent est assumé sur les actifs. En Belgique, le taux d'actualisation est de 7 pour cent, et en Espagne 6 pour cent maximum²⁷. Par contre d'autres pays, comme le Royaume-Uni, ne fixent pas de taux préétabli.

Les règles *d'évaluation* des actifs forment une composante clef dans la détermination des règles de financement puisque celles-ci font mettre ces actifs en relation avec les engagements actuariels pour déterminer le degré suffisant ou non du financement du fonds. Au niveau prudentiel, une estimation prudente de ces actifs est de mise. Celle-ci n'est pas nécessairement garantie par le recours aux valeurs historiques puisque sans correction (notamment par des provisions de dépréciation) celles-ci peuvent surévaluer les actifs réels. Ceci est d'autant plus problématique si en outre le fonds ne dispose pas de garantie de sécurité suffisante, comme c'est le cas des systèmes de provisions comptables au Japon qui ont pourtant recours à cette méthode d'évaluation. D'autre part la valeur du marché peut exagérer de situations tant de sous financement que de surfinancement. L'évaluation des actifs doit être appréciée en fonction des méthodes utilisées au passif et viser à un minimum de correspondance entre les deux. Or, si les actions sont par exemple souvent estimées sur base de leur valeur de marché, l'estimation du passif des plans à prestations définies quant à lui est plutôt le résultat de calculs actuariels qui seront souvent indépendants de l'évolution de ces valeurs.

Les règles d'évaluation des actifs varient considérablement d'un pays à l'autre. Les règles utilisées de manière privilégiée en matière de placements correspondant à des fonds de pension sont celles basées sur la valeur réelle de marché. Elles permettent une meilleure transparence que celles fondées sur la valeur historique ou comptable. D'autre part elles sont soumises à une plus grande volatilité. La gestion à long terme des fonds peut cependant permettre de remédier à cette situation. Toutefois, le calcul de la valeur de marché n'est cependant pas sans poser de problèmes lorsque les actifs considérés ne font pas l'objet d'estimation régulière sur les marchés financiers.

Les règles d'évaluation généralement pratiquées peuvent être en conflit avec certaines réglementations. Par exemple, l'évaluation sur base de la valeur du marché, où les gains et pertes réalisés ou non seront comptabilisés, peut pour les pays concernés se trouver en conflit avec le principe fondamental contenu dans la 4^e directive comptable européenne selon laquelle seuls les gains et pertes réalisés devraient être pris en compte²⁸. L'approche privilégiée par la directive européenne en matière de comptabilité des entreprises d'assurance est à cet égard intéressante puisqu'elle admet l'évaluation des actifs tant sur la base historique que de marché mais en exigeant que le calcul de la méthode qui ne serait pas retenue figure également dans les annexes au bilan (et en prévoyant également des corrections au bilan via les provisions de dépréciation). Ceci permet une transparence maximale tout en laissant à l'entreprise d'assurance la flexibilité comptable nécessaire. La réglementation en matière d'évaluation des fonds de pension pourrait s'inspirer de cette approche. Rappelons cependant que certaines normes comptables privilégient d'autre part l'adoption de méthode unique, en particulier celle de la valeur de marché.

D'autres formes d'évaluation existent, dont celle en vigueur jusqu'il y a peu au Royaume-Uni. Cette méthode se base sur des calculs actuariels qui actualisent les revenus projetés des actifs. Cette méthode qui permet un lissage à long terme autorise d'autant plus une certaine volatilité à court terme des placements. Ceci a permis aux fonds de pensions britanniques d'investir davantage en actions que leurs équivalents étrangers. Le Pension Act de 1995 a cependant mis en place une règle de financement minimum basée sur la valeur du marché. Ajouté à l'obligation nouvelle d'indexation, ceci pourrait provoquer une modification dans le portefeuille des placements des fonds britanniques. Le fait qu'aux Pays-Bas, les actions soient évaluées sur la base de la valeur de marché, contrairement aux autres placements et que les engagements soient actualisés à un taux fixe, semble, selon certains observateurs, également avoir influé fortement sur la politique de placements des fonds néerlandais²⁹.

Enfin une série de techniques ont été développées en matière de *gestion* des actifs. Ces techniques ont évidemment une très grande importance en matière de sécurité des fonds et peuvent d'autre part répondre à certains des risques financiers liés à ceux-ci, par le biais par exemple du recours aux techniques d'immunisation ou encore plus généralement des techniques de gestion ALM (dont certains observateurs soulignent cependant le coût).

F. Contrôle

La réglementation des pensions privées fait de nos jours de plus en plus souvent l'objet d'une loi spéciale (par exemple aux États-Unis, Pays-Bas, Espagne, Autriche, Irlande, Italie, Royaume-Uni) alors que dans d'autres pays elle est

inscrite dans plusieurs textes législatifs différents. Même lorsqu'elle fait partie d'une loi spéciale, cette réglementation a cependant souvent fait l'objet de modifications importantes. Enfin, les régimes privés sont également soumis aux législations fiscales, sociales et financières. Il s'en suit que la réglementation des pensions privées apparaît généralement complexe, plus en tout cas que celle des compagnies d'assurance, qui de surcroît a fait dans certaines régions, comme l'Union Européenne, l'objet d'une harmonisation substantielle.

Autorité de contrôle

Les fonds de pension sont également soumis à différentes autorités réglementaires. D'abord il y a bien sûr l'autorité fiscale. Ces fonds bénéficient en effet souvent de privilèges fiscaux importants attachés à l'existence de certains critères qui sont vérifiés par les autorités fiscales. Au delà du fisc, les autorités généralement chargées de la réglementation et/ou du contrôle des fonds de pension sont les autorités financières et en particulier pour plusieurs pays celles en charge du secteur des assurances. Ceci s'explique par au moins deux facteurs :

- au niveau du contrôle par les autorités financières : les fonds de pension sont des investisseurs institutionnels importants (les deuxième investisseurs institutionnels dans la zone OCDE après les compagnies d'assurance), brassant des ressources financières considérables et dont les activités ont un impact significatif sur les marchés financiers ;
- au niveau du contrôle par les autorités en charge des assurances : les caractéristiques structurelles et fonctionnelles des fonds de pension sont proches de celles des compagnies d'assurance vie, en particulier des mutuelles, même si on peut noter certaines différences importantes ; les compagnies d'assurance sont des acteurs importants sur le marché des retraites, soit en tant que véhicule financier direct, via l'assurance groupe (entre 20 et 30 pour cent des actifs gérés) soit en tant que gestionnaires des placements et/ou de l'allocation des prestations des fonds de pensions, soit encore au sein du troisième pilier ou elles occupent une place prépondérante.

Le tableau suivant fournit un survol des autorités réglementaires et/ou de contrôle des fonds de pension et des compagnies d'assurance pour tous les pays de l'OCDE. On constate que pour une majorité (simple) de pays Membres les autorités réglementaires et/ou de contrôle des fonds de pension sont les mêmes que celles en charge de compagnies d'assurance.

Tableau 13. **Autorités réglementaires et de contrôle**

	Autorités réglementaires et de contrôle des assurances	Autorités réglementaires et de contrôle des fonds de pension
Allemagne	R : ministère des Finances fédéral C : Office fédéral de contrôle des assurances (BAV)	Idem (seulement si les prestations accordées font l'objet d'une obligation légale)
Australie	Commission des assurances et des rentes (superannuation)	Idem
Autriche	Ministère des Finances fédéral, unité V/D	Idem, unité V/14
Belgique	R : ministère de l'Économie ou OCA C : OCA (Office de contrôle des assurances)	Idem
Canada	Bureau du superintendant des institutions financières	Niveau fédéral : Pension Benefits Standards Division Bureau du superintendant des institutions financières Niveau des provinces : Superintendants des pensions, Commissions des pensions, etc.
Corée	R : ministère des Finances et de l'Économie C : Bureau de contrôle des assurances	Idem
Danemark	Autorité de contrôle des activités financières	Idem
Espagne	Ministère de l'Économie et des Finances (direction générale des assurances)	Idem
États-Unis	R : ministère du Commerce NAIC (Association nationale des contrôleurs d'assurance) C : Commissaires des États	R : ministère du Travail, PBWA (Pension and Welfare Benefits Administration)
Finlande	Ministère des Affaires sociales et de la Santé	Idem
France	R : ministère de l'Économie et des Finances C : Commission de contrôle des assurances	R : ministère de l'Économie et des Finances (Direction du Trésor) et ministère des Affaires sociales C : Commission de contrôle des fonds d'épargne retraite (composée de représentants de la Commission de contrôle des assurances et de la Commission de contrôle des institutions de prévoyance et des mutuelles)
Grèce	Ministère du Développement	Idem
Hongrie	R : ministère des Finances C : autorité de contrôle des assurances	R : idem C : Office de contrôle des fonds de pension, Supervision of Voluntary Mutual Benefit Funds, Autorité de contrôle des assurances

Tableau 13. Autorités réglementaires et de contrôle (suite)

	Autorités réglementaires et de contrôle des assurances	Autorités réglementaires et de contrôle des fonds de pension
Irlande	R : ministère des Entreprises et de l'Emploi (division des assurances)	C : Bureau des pensions, Fédération irlandaise des assurances (pour les produits offerts par les compagnies d'assurance)
Islande	R : ministère du Commerce C : Autorité de contrôle des assurances	R : ministère des Finances C : Autorité de contrôle bancaire
Italie	R : Ministère de l'Industrie (division des assurances) C : ISVAP	R : Comité de contrôle des fonds de pension
Japon	R : ministère des Finances (Département des assurances)	Ministère de la Santé et des Affaires sociales (<i>welfare</i>) (pour les « fonds de pension des personnes employées » et pour le « fonds de pension national ») Ministère des Finances (pour les <i>Qualified Retirement Pension Plans</i> et pour les institutions financières gérant les investissements des fonds)
Luxembourg	Commissariat des assurances	Idem
Mexique	R : ministère des Finances C : Commission nationale des assurances et des titres (<i>bonding</i>)	Commission nationale du système d'épargne pour la retraite
Norvège	R : ministère des Finances Ministère de la Santé et des Affaires sociales, Commission des assurances et des sûretés C : Commission bancaire, des assurances et des sûretés	Idem
Pays-Bas	R : ministère des Finances C : Autorité de contrôle des assurances (« <i>Verzekeringskamer</i> »)	R : ministère des Affaires sociales et de l'Emploi C : idem
Pologne	R : ministère des Finances C : Autorité de contrôle des assurances	Pas de système de fonds de pensions privés à ce stade (réglementation en cours d'élaboration)
Portugal	Autorité de contrôle des assurances et fonds de pension (ISP)	Idem
République tchèque	R : ministère des Finances C : Autorité de contrôle des assurances	R : idem C : Département des assurances et des assurances de retraites complémentaires
Royaume-Uni	R : ministère des Échanges et de l'Industrie (DTI)	R : ministère de la Sécurité sociale, autorité réglementaire des pensions professionnelles et diverses autres institutions, dont le DTI pour l'assurance (réforme en cours) C : Autorité de contrôle des institutions financières

Tableau 13. **Autorités réglementaires et de contrôle** (suite)

	Autorités réglementaires et de contrôle des assurances	Autorités réglementaires et de contrôle des fonds de pension
Suède	R : ministère des Finances C : Autorité de contrôle des activités financières (« Finansinspektionen »)	Idem
Suisse	R : ministres fédéraux C : Office fédéral du contrôle de l'assurance privée	C : idem (pour les institutions indépendantes de pension privées) et Office fédéral de l'assurance sociale et Autorités locales des assurances sociales
Turquie	Sous-secrétariat au Trésor (Direction générale des assurances) inspection par le Bureau de contrôle des assurances	Pas de système de fonds de pensions privés à ce stade (réglementation en cours d'élaboration)

R = autorité réglementaire.
C = autorité de contrôle.

Modalités du contrôle

Le contrôle en lui-même des fonds de pension se heurte à de nombreux problèmes pratiques liés au nombre et à la variété des plans. Aux États-Unis, il semblerait que le Département du travail ne vérifie en fait qu'un pour cent des documents relatifs aux fonds de pension³⁰. Le contrôle des plans, même lorsqu'ils sont nombreux est cependant réalisé, au moins partiellement, par les autorités fiscales, en particulier lorsqu'ils bénéficient de privilèges fiscaux importants. Mais dans ce cas là aussi de nombreux problèmes pratiques de contrôle subsistent³¹. Le contrôle peut cependant être différencié selon l'importance du risque. De nombreux fonds ont une taille très limitée (en Australie 85 pour cent des « *superannuation funds* » concernent moins de 5 personnes). Quoi qu'il en soit, il est essentiel que les autorités chargées du contrôle des fonds et/ou des plans bénéficie des ressources et de l'infrastructure suffisante pour exercer un contrôle adéquat. L'adéquation de ce contrôle sera mesuré à l'aune des objectifs du gouvernement et des modalités de contrôle choisies. Les autorités peuvent ainsi, prenant notamment acte de la complexité du contrôle des fonds de pension dans certains pays, se reposer sur l'autocontrôle exercé par les « *trustees* » et par les autres acteurs du monde des pensions, à savoir l'employeur et les bénéficiaires, ainsi qu'utiliser les informations existant d'autre part, par exemple via les agences de notation. Le développement de l'autocontrôle apparaît particulièrement important dans le cadre des régimes de pension. Il permet tant une responsabilisation des acteurs en jeu qu'un allègement éventuel du contrôle gouvernemental, qui est d'autre part confronté aux problèmes mentionnés ci-dessus.

Le contrôle, quand il existe, se réalise en principe essentiellement par le biais de l'examen de documents comptables et financiers. Il peut aussi déboucher sur des visites sur place. La tâche des autorités de contrôle, qu'elle porte sur les fonds de pension ou les compagnies d'assurance, peut s'articuler autour des grands axes suivants :

- contrôle du respect des exigences légales : observation des dispositions légales en vigueur, statuts de la société, conditions générales ;
- contrôle financier : fonds propres, provisions techniques, placements, suivi des programmes d'activité ; audit des états financiers périodiques et du rapport annuel ;
- contrôle actuariel : taux des contributions, provisions techniques ou mathématiques ;
- contrôle du management : compétence et honorabilité des gestionnaires, honorabilité des principaux actionnaires ou de l'employeur ;
- contrôle économique : conditions en vigueur sur le marché, statistiques.

Dans le cas des pensions, le contrôle devra d'abord porter sur le plan puisque les fonds de pension n'est en fait établi qu'après la création de celui-ci. Le plan correspond aux dispositions contractuelles mettant en place les droits et obligations de toutes les parties tandis que le fonds représente la provision constituée pour répondre aux objectifs du plan. Le contrôle du plan sera essentiellement juridique et fiscal tandis que le contrôle du fonds sera financier et actuariel. La multiplicité des fonds et des plans peut inciter à un allègement du contrôle et à déplacer celui-ci du contrôle *a priori* vers un contrôle *a posteriori*. Ceci rejoint d'ailleurs une tendance récemment observée, en matière d'assurance, au niveau du contrôle des produits, mais pour des raisons complètement différentes.

Un des éléments importants dans la détermination du contrôle relatif à la solvabilité des opérations de retraite réside dans l'obligation de résultat ou de moyen relative à cette opération. L'obligation de résultat qui est typiquement présente dans les plans à prestations définies appelle à cet égard manifestement une réglementation plus renforcée que dans le cas où il n'existe qu'une obligation de moyen. Cette réglementation peut prendre plusieurs formes telles que l'exigence de fonds propres (avec cependant les problèmes mentionnés ci-dessus), des règles de financement minimum, des techniques actuarielles spécifiques, une assurance insolvabilité. D'une façon générale, la coopération entre les autorités de contrôle des pays Membres devrait être renforcée afin notamment d'identifier les modalités opérationnelles de contrôle mises en place au sein de l'OCDE et d'en tirer les enseignements appropriés. Il apparaît en effet essentiel que les réformes des systèmes de pension s'inspirent des expériences des pays Membres.

Cette coopération permettrait également de développer davantage la comparabilité des informations et de rendre les systèmes plus transparents.

Qualité des dirigeants

Au-delà du contrôle financier *stricto sensu*, le contrôle portera également sur la qualité professionnelle et l'honorabilité des dirigeants du fonds, ainsi que sur leur indépendance. Ces qualifications sont d'autant plus importantes lorsque le contrôle met l'accent sur la responsabilité fiduciaire du trustee et limite l'intervention directe de l'autorité réglementaire. Les trustees sont souvent désignés par l'employeur (et parfois sans exigence professionnelle approfondie), ce qui crée inévitablement des risques importants de conflit d'intérêt. Ceux-ci n'existent d'ailleurs pas qu'entre les intérêts de l'employeur et des bénéficiaires du fonds mais aussi parmi ces derniers, entre les retraités et les actifs. Parmi les solutions envisagées pour remédier au conflit d'intérêt employeurs/employés on a, dans plusieurs pays, prévu la nomination de représentants du personnel dans les conseils de surveillance des fonds ainsi que d'autres mesures appropriées. Une meilleure transparence des comptes et des activités du fonds permet également un contrôle accru de la part des bénéficiaires.

Les gestionnaires peuvent également faire l'objet de sanctions civiles ou pénales importantes en cas de manquement au principe d'indépendance. Les limites liées à l'auto-investissement jouent aussi un rôle important dans la promotion de cette indépendance. Au Royaume-Uni, le Pension Act de 1995 introduit de nombreuses mesures relatives à ces questions, en soulignant le rôle clef que le trustee joue quant à la sécurité du fonds. D'une façon générale, le gestionnaire du fonds sera soumis à une série de règles, soit impératives, soit générales. Ces dernières édictent des principes de base, laissant aux gestionnaires le soin de les appliquer de façon flexible.

L'existence de règles, directes ou indirectes, visant à garantir ou au moins à promouvoir les qualités professionnelles et l'indépendance des gestionnaires peut-être complétée par l'exigence du recours à des professionnels qualifiés dans le cadre de la gestion technique des fonds, dont notamment les actuaires. Ceux-ci sont indispensables à la détermination adéquate des méthodes de calcul utilisées. Ils peuvent aussi jouer un rôle précieux en matière d'autocontrôle. Ce rôle peut encore être renforcé par l'obligation éventuelle faite à l'actuaire de dénoncer tout manquement grave aux autorités. Le développement de la profession des actuaires et des critères attachés à leur qualification participe dès lors à la recherche du renforcement de la sécurité des fonds de pension. Le recours à des organismes professionnels qualifiés et à des services de dépôt (*custodian*) peut être d'autre part également recommandé. Les auditeurs indépendants jouent à

cet égard un rôle potentiel particulièrement important suite aux difficultés opérationnelles du contrôle gouvernemental dans les cas de plans multiples et complexes.

Différence de contrôle suivant les opérateurs

Si le contrôle des fonds de pension est proche de celui exercé quant aux compagnies d'assurance, voire similaire dans plusieurs pays, il représente cependant de nombreuses différences. L'industrie de l'assurance, en particulier en Europe, considère que la réglementation à laquelle les compagnies d'assurance vie sont soumises est plus stricte que celle à laquelle les fonds de pensions sont soumis. Un de ses organes représentatifs (le Comité européen des assurances, CEA) a récemment proposé des réformes afin de résoudre ce qu'il considère comme une situation discriminatoire. L'approche préconisée est fonctionnelle et suggère une réglementation en fonction des caractéristiques des opérations de retraite plutôt qu'en fonction des opérateurs. Le tableau ci-après résume les diverses propositions de cet organe.

Conscient de cette position et des différences réelles de réglementations qui existe entre les deux types d'opérateurs, la Commission européenne présente dans son livre vert (1997) quatre options pour une réforme prudentielle possible³² :

- Option I : soumettre les fonds relevant du deuxième pilier aux règles actuellement applicables aux assurances vie de groupe ;
- Option II : adapter les exigences en matière de marge de solvabilité pour les assurances vie de groupe au cadre actuellement appliqué au deuxième pilier ;
- Option III : définir de nouvelles normes communautaires applicables aussi bien aux régimes relevant du deuxième pilier qu'à l'assurance vie de groupe ;
- Option IV : accepter les différences actuelles, au motif qu'elles n'entraînent, en réalité, aucune distorsion de concurrence notable.

Cet aspect concurrentiel s'ajoute à la préoccupation de la protection des bénéficiaires et de la solvabilité des fonds de pension. Ces trois éléments peuvent appeler une réforme des systèmes de pension dans certains pays afin de renforcer leur réglementation. Le débat peut également appeler une dérégulation de certaines mesures touchant les compagnies d'assurance qui, grâce à cet examen comparatif, peuvent *a posteriori* mériter une reconsidération de la part des autorités gouvernementales³³.

Tableau 14. Synthèse des normes prudentielles à appliquer aux opérations de retraite

Cas de figure	Risques assumés par l'institution de retraite		Normes prudentielles à appliquer à l'institution de retraite ¹				
	Risques techniques	Risques financiers	Provisionnement	Marge de solvabilité	Placement des actifs		Congruence
					Catalogue	Dispersion	
A. L'institution de retraite prend un engagement de résultat							
A.1. Autogestion	OUI	OUI	Troisième Directive Vie ou normes spécifiques alternatives	4 pour cent ou normes spécifiques alternatives	Troisième Directive Vie ou catalogue spécifique alternatif	Troisième Directive vie ou règles spécifiques alternatives	80 pour cent ou taux spécifique alternatif
A.2. Gestion financière externe ²							
A.2.1. Sans garantie financière	OUI	OUI	Troisième Directive vie ou normes spécifiques alternatives ³	4 pour cent ou norme spécifique alternative ³	Troisième Directive vie ou catalogue spécifique alternatif	Troisième Directive vie ou règles spécifiques alternatives	80 pour cent ou taux spécifique alternatif
A.2.2. Avec une garantie financière d'une durée identique à celle des engagements de retraite	OUI	NON	Troisième Directive Vie ou normes spécifiques alternatives ⁴	Marge de solvabilité adaptée (à déterminer ⁵)	Troisième Directive Vie ou catalogue spécifique alternatif	Troisième Directive Vie ou règles spécifiques alternatives	80 pour cent ou taux spécifique alternatif
A.3. Souscription d'un contrat d'assurance	NON	NON	Aucun pour l'Institution de retraite ; les provisions sont constituées par l'assureur	Aucune pour l'Institution de retraite ; l'assureur doit de son côté disposer d'une marge de 4 pour cent	Troisième Directive vie, à respecter par l'assureur	Troisième Directive vie, à respecter par l'assureur	80 pour cent, à respecter par l'assureur

Tableau 14. Synthèse des normes prudentielles à appliquer aux opérations de retraite (suite)

Cas de figure	Risques assumés par l'institution de retraite		Normes prudentielles à appliquer à l'institution de retraite ¹				
	Risques techniques	Risques financiers	Provisionnement	Marge de solvabilité	Placement des actifs		Congruence
					Catalogue	Dispersion	
B. L'institution de retraite prend un engagement de moyen ⁶	NON	NON	Troisième Directive vie ou normes spécifiques alternatives	Aucune	Troisième Directive vie ou catalogue spécifique alternatif	Aucune règle	Aucun taux à respecter
C. L'assureur de groupe							
C.1. Prend un engagement de résultat	OUI	OUI	Idem A.1.	Idem A.1.	Idem A.1.	Idem A.1.	Idem A.1.
C.2. Prend un engagement de moyen	NON	NON	Idem B	Idem B	Idem B	Idem B	Idem B

1. Ce tableau porte uniquement sur les règles prudentielles relatives aux produits de retraite, à l'exclusion de celles qui s'appliquent aux opérations de prévoyance.
2. Si la gestion financière est effectuée par un assureur, celui-ci doit établir des « provisions techniques » lorsqu'il garantit la totalité des coûts de gestion pendant une durée supérieure à 5 ans. Les autres types de gestionnaires ne sont pas tenus de constituer des réserves.
3. Si la gestion financière est effectuée par un assureur, il doit constituer une marge de solvabilité de 1 pour cent lorsqu'il garantit la totalité des coûts de gestion pour une durée supérieure à 5 ans. Les autres gestionnaires sont soumis aux conditions générales de la réglementation relevant des directives « banques » ou « services d'investissement ».
4. Si la gestion financière avec garantie est effectuée par un assureur, celui-ci doit constituer des « provisions techniques ». Les autres gestionnaires ne sont pas tenus de constituer des réserves.
5. Si la gestion financière avec garantie est effectuée par un assureur, il doit constituer une marge de solvabilité de 4 pour cent. Les autres types de gestionnaires – ceux dont la gestion n'est pas liée à une garantie à long terme – sont soumis aux conditions générales de la réglementation relevant des directives « banques » et « services d'investissement ».
6. Le type de gestion adoptée par l'organisme de retraite (autogestion, gestion financière externe, souscription d'un contrat d'assurance) est sans incidence.

Source : CEA (1995).

Si les deux types d'institutions sont confrontées à des situations semblables lorsqu'elles opèrent sur le marché des retraites, il n'en reste pas moins que de nombreuses différences existent. Parmi celles-ci, les observateurs soulèvent par exemple, le fait que :

- les sociétés d'assurance rendent des services financiers ; les fonds de pension en achètent ;
- le fonds de pension n'a pas d'actionnaire mais que par contre il a un employeur (responsable d'une obligation de résultat, en cas de prestations définies, que le fonds n'assume pas) tandis que la société d'assurance a des actionnaires et que la mutuelle n'a ni employeur ni actionnaire ;
- les deux types de produits utilisent des techniques actuarielles de long terme avec plusieurs variations, mais que l'assurance-vie offre de plus en plus des produits de court terme (en tout cas dans le 3^e pilier) ;
- la prestation promise par le fonds pourra être en fonction du dernier salaire tandis que celle promise par la compagnie d'assurance est souvent nominale ;
- la relation contractuelle existe entre la compagnie d'assurance et le titulaire de la police au niveau de l'assurance mais entre l'employeur et l'employé au niveau de la pension ;
- les fonds de pension sont des organismes sans but lucratif ce qui n'est pas le cas des compagnies d'assurance (sauf en principe des mutuelles).

Il est cependant important de souligner que ces différences s'appliquent essentiellement entre fonds de pension et compagnies d'assurance constituées sous la forme d'une société. Les différences s'estompent fortement si l'on compare le fonds et la société mutuelle et d'autre part si l'on se situe au niveau de plans à contributions définies.

Au niveau réglementaire, on constate que, dans certains pays, la réglementation des fonds de pension s'aligne sur celle des compagnies d'assurance (Pays-Bas, Belgique, France, Portugal, Espagne). Par contre ce n'est pas le cas dans d'autres pays, où les réglementations, quoique fondées sur des principes de base similaires, ont pris des voies significativement différentes (États-Unis, Royaume-Uni, Japon). La problématique soulevée par le degré différent des réglementations suivant les opérateurs est semblable à celle soulevée dans d'autre secteurs ou encore au niveau international. Sur base des principes existant dans ce contexte, il semblerait que ce qui doit être recherché est non une harmonisation de règles mais plutôt l'identification de l'existence de principes réglementaires communs, mis en pratique de façon différente la suppression ou la

limitation des différences qui ne sont pas justifiées sur une base prudentielle et qui apparaîtrait dès lors illégitimement discriminatoire à l'encontre de telle ou telle catégorie d'opérateurs. Les gouvernements devraient prendre en considération la nécessité de développer l'approche fonctionnelle. En tenant compte des caractéristiques institutionnelles, cette approche devrait permettre une réduction substantielle des différences actuelles entre la réglementation qui s'applique à l'offre de produits similaires par différents prestataires.

G. Investissement

i) Réglementation des placements

La réglementation des investissements des principaux opérateurs en matière de pensions privées, c'est-à-dire des fonds de pension et des compagnies d'assurance, existe dans tous les pays Membres mais sous des formes d'intensités variables. Les placements des compagnies d'assurance sont généralement plus réglementés que ceux des fonds de pension.

Outre le fait qu'un catalogue de placement admis est souvent établi, ces placements doivent respecter les principes de dispersion, diversification, liquidité, localisation, congruence monétaire et correspondance entre les échéances des avoirs et des engagements. Si les pays de l'OCDE n'imposent plus de planchers, ils appliquent souvent des maxima par catégorie pour un placement déterminé, répondant ainsi aux objectifs de dispersion et diversification. Le principe de diversification peut cependant poser des problèmes importants dans la mesure où les catégories identifiées sont parfois trop larges et contiennent des actifs dont la sécurité peuvent être très différents (exemple entre actions cotées, entre types d'obligations). Les placements doivent également souvent répondre aux impératifs de la congruence monétaire et de la congruence actif/passif. Si cette dernière n'est pas contestée, la congruence monétaire par contre soulève plus de questions quant à son principe et quant au niveau souvent appliqué (80 pour cent). Plusieurs pays se contentent de l'exigence d'une gestion prudente (« *prudent man* ») en laissant aux gestionnaires le soin de déterminer en pratique les modalités de celle-ci.

La réglementation des placements des compagnies d'assurance opère une distinction suivant que ceux-ci correspondent aux provisions techniques ou aux capitaux propres. Les investissements relatifs à ces derniers, en tout cas à la partie qui ne correspond pas aux fonds minima, sont généralement libres. Enfin, la réglementation s'applique non seulement aux actifs eux-mêmes mais aussi à la façon dont ils sont évalués. Cette évaluation a en effet, comme nous l'avons vu, une importance capitale dans la détermination de la solvabilité de l'entreprise (voir aussi l'annexe VI).

Tableau 15. Pourcentage maximum des fonds pouvant être affectés à une catégorie donnée d'investissements

	Actions d'entreprises résidentes (cotées)		Actions d'entreprises résidentes (non cotées)		Actions d'entreprises étrangères		Obligations et autres titres étrangers		Immobilier		Prêts hypothécaires		Prêts non hypothécaires	
	Non Vie	Vie	Non Vie	Vie	Non Vie	Vie	Non Vie	Vie	Non Vie	Vie	Non Vie	Vie	Non Vie	Vie
Allemagne	30	30	10	10	6	6	5	5	25	25	50a	50e	50a	50e
Australie	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Autriche	30a	30e	5	5	30a	30e	-	-	30a	30e	-	-	0	0
Belgique	-	-	10a	10e	10a ²	10e ²	10 ³	10 ³	10 ⁴	10 ⁴	-	-	5 ⁵	5 ⁵
Canada	25a	5-25e	25a	5-25e	0	5-25e	0	10	5-25e	-	-	5	5	
Danemark	40a	40e	10	10	40a, d	40d,e	-	-	-	-	-	-	10	10
Espagne ⁶	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
États-Unis (New Jersey)	-	15e	-	15 ^e	h	i	h	i	5	10	40	60	-	-
États-Unis (Delaware)	40a	l	40a	l	5	5	5	5	25	25	50	50	-	-
Finlande	50	50	10	10	25 L	25 L	100k	100k	40	40	70	70	50m	50m
France	65a	65e	65a	65e	65a	65e	-	-	40	40	10b	10f	10b	10f
Grèce	30a	30e	30a	30e	30a	30e	-	-	40	50	10b	10f	10b	10f
Irlande	50-60a	55e	20	2,5	50-60a	55e	-	-	60	25	15-30b	10	15-30b	45
Islande	40a	40e	10b	10f	40a	40e	10b	10f	-	-	-	-	10b	10f
Italie ⁷	20	20	20	20	10	20	30	50	35	50	20	50	0	0
Japon	30a	30e	30a	30e	30b	30f	30b	30f	20	20	55c	-	55c	10
Luxembourg	10	10	5	5	5	5	10	10	40	40	10a	10e	0	0
Mexique	30	30	30	30	30	30	30	30	40	40	40	40	40	40
Norvège	35a	35e	35a	35e	35a	35e	30b	30f	30b	30f	30b	30f	30b	30f
Pays-Bas	-	-	10	10	-	-	-	-	-	-	10	10	5j	8j
Portugal	25a	25e	10	10	25a	25e	60	60	35	45	10	25	10	25
Royaume-Uni	-	-	10a	10 ^e	-	-	-	-	-	-	10a	10e	10a	10e
Suède	25a	25e	25a	25e	25a	25e	-	-	25b	25f	25b	25e	10	10
Suisse	30a	30e	30a	30e	25b	25f	20b	20f	-	-	-	-	0	0
Turquie ⁸	10	25	10	L	-	-	-	70o	10	15	20p	5	5p	-

Tableau 15. Pourcentage maximum des fonds pouvant être affectés à une catégorie donnée d'investissements (suite)

Note : Les maximums fixés en matière d'investissements étrangers sont distincts des conditions de congruence des devises utilisées pour les engagements vis-à-vis de l'étranger.

- a. Maximum pour l'ensemble de ces catégories d'investissements (Non Vie).
 - b. Maximum pour l'ensemble de ces catégories d'investissements (Non Vie).
 - c. Maximum pour l'ensemble de ces catégories d'investissements (Non Vie).
 - d. Dix pour cent si non cotées.
 - e. Maximum pour l'ensemble de ces catégories d'investissements (Vie).
 - f. Maximum pour l'ensemble de ces catégories d'investissements (Vie).
 - g. Maximum pour l'ensemble de ces catégories d'investissements (Vie).
 - h. L'investissement ne doit pas dépasser la valeur des polices en cours dans le pays étranger.
 - i. Cinq pour cent pour l'ensemble ; deux pour cent en tout dans des titres étrangers, sauf pour les « investissements étrangers garantis » définis dans les statuts.
 - j. Prêts non assortis de sûretés.
 - k. De pays Membres de l'OCDE.
 - l. De pays non membres de l'OCDE.
 - m. Prêts assortis de sûretés.
 - n. 20 pour cent maximum pour l'ensemble d'investissements en monnaie étrangère.
 - o. Pourcentage de provisions techniques.
 - p. Autres titres.
 1. 250 pour cent (au prix du marché) des fonds propres et de l'excédent.
 2. Uniquement les actions non cotées.
 3. Uniquement les obligations d'État et d'entreprises hors zone A (cf. la Directive 89/647/CEE).
 4. Placements dans un immeuble ou dans plusieurs immeubles proches qui constituent un seul investissement.
 5. Cinq pour cent avec un maximum d'un pour cent pour un seul prêt.
 6. Les investissements en valeurs mobilières (non cotées) et prêts (hors hypothécaires) ne peuvent excéder 10 pour cent.
 7. Les actions et autres titres assimilables (colonnes 1, 2 et 3) sont plafonnés à 25 pour cent des provisions techniques en Non Vie et 35 pour cent en Vie. Les obligations (colonne 4) sont plafonnées à 85 pour cent en Non Vie, et ne sont pas limitées en Vie. Les actifs immobiliers (colonne 5) sont plafonnés à 40 pour cent des provisions techniques, en Vie comme en Non Vie. Les prêts hypothécaires avec intérêts ou les prêts garantis par une banque ou une compagnie d'assurance ou garantis de manière adéquate par les autorités locales sont plafonnés à 20 pour cent des provisions techniques, tant en Vie qu'en Non Vie.
- N.B. Après ces observations, il importe de souligner que dans la réglementation italienne, le plafond d'investissement ne s'applique qu'aux grandes catégories d'actifs (obligations, actions, immobilier) et non (à quelques exceptions près) à des types spécifiques d'actifs. L'objectif est d'éviter de limiter indûment les choix stratégiques d'investissement des assureurs. Outre les plafonds d'investissement, les marges de rémunération sont également plafonnées pour certaines catégories d'investissements comme les actions/obligations émises par une même société.
8. En Non Vie, pourcentage de l'actif net ; en Vie, pourcentage des réserves techniques totales.

Source : OCDE, Aspects fondamentaux des assurances (1996).

Tableau 16. **Réglementation applicable aux investissements des fonds de pension**
Synthèse de la réglementation sur les actifs des régimes de pension

Réglementation relative au portefeuille d'actifs	
Allemagne	Principes directeurs : max. 30 pour cent en actions de l'UE, 25 pour cent en placements immobiliers de l'UE, 6 pour cent en obligations non UE, 20 pour cent en actifs étrangers au total, 10 pour cent dans la société elle-même.
Belgique	Pas plus de 15 pour cent dans l'entreprise elle-même, 40 pour cent max. en immobilier et 10 pour cent en compte à vue, à préavis ou à terme de moins d'un mois ¹ .
Danemark	40 pour cent max. en actifs « non-gilt-edged », par exemple des actions. Les actifs « gilt-edged » correspondent notamment aux obligations gouvernementales et aux prêts hypothécaires.
Espagne	10 pour cent des actifs financiers du fonds ne peuvent excéder 5 pour cent de l'émetteur ; 90 pour cent dans des valeurs mobilières cotées, dépôts, immobilier et prêts hypothécaires ; 1 pour cent dans le compte d'un actionnaire ou sur le marché monétaire.
États-Unis	Application de la règle « de bon père de famille ».
France	– ARCCO et AGIRC : 50 pour cent min. des actifs doivent être placés dans des obligations publiques de l'UE et 33 pour cent max. dans des prêts à des initiateurs. – Fonds assurés : 34 pour cent min. d'obligations d'État, 40 pour cent max. en immobilier et 15 pour cent en bons du Trésor. Pas d'actifs étrangers.
Irlande	Les plans doivent diversifier leurs actifs conformément aux règles de prudence ; tout auto-investissement doit être déclaré.
Italie	Le décret n° 703 du ministère des Finances daté du 21 novembre 1996 relatif aux investissements des fonds de retraite accorde une large autonomie à ces fonds dans leurs stratégies d'investissement. Certaines catégories font l'objet de plafonnements : investissements en actifs liquides, plafonnés à 20 pour cent du portefeuille ; parts de fonds de placement fermés, plafonnées à 20 pour cent des fonds ; actions et obligations qui ne sont pas cotées sur des marchés réglementés de l'Union européenne, des États-Unis, du Canada ou du Japon, plafonnées à 50 pour cent si les titres sont émis par des pays Membres de l'OCDE.
Japon	50 pour cent min. En obligations, 30 pour cent max. en actions, 20 pour cent max. en immobilier, 30 pour cent max. en actifs étrangers, et 10 pour cent max. en actifs d'une même société.
Norvège	35 pour cent max. en actions ; 30 pour cent max. en prêts non émis ou garantis par le gouvernement ou les municipalités, des institutions financières, ou des institutions de crédit de l'UE, et en investissements dans des biens immobiliers non négociables.
Pays-Bas	5 pour cent max. en actifs de la société ; application de la règle « de bon père de famille ». Les réserves libres peuvent être ajoutées à concurrence d'un total de 10 pour cent.
Portugal	30 pour cent max. en obligations d'État, 50 pour cent max. en immobilier, 15 pour cent max. pour l'auto investissement, 40% pour les titres et obligations non cotés au Portugal.
Royaume-Uni	5 pour cent max. en actifs de la société ; application de la règle « de bon père de famille ».
Suède	La majorité des placements doit être effectuée en obligations, prêts et prêts aux contributeurs.

1. En cours de révision.

Source : Davis (1995), EFRP, OCDE, Commission européenne, *Retraites complémentaires dans l'Union européenne*, 1994.

La réglementation des placements des fonds de pension est souvent basée sur des principes similaires, même si les modalités concrètes sont différentes. Une différenciation doit d'abord être faite selon le type de plans. Les plans à contributions définies appellent, selon certains³⁴ une réglementation plus stricte que celle de plans à prestation définies où l'approche « prudent man » peut-être suffisante. D'autres prétendent que cette approche peut s'appliquer aussi aux plans à contributions définies³⁵. Même si le risque d'investissement est dans le chef de l'employé dans ces derniers plans et est en principe accru par le faible degré d'information financière dont dispose celui-ci, la tendance des investissements de ces plans est très prudente et donc n'appellerait pas de réglementation contraignante. Il faut également distinguer les situations où l'employeur conserve une obligation de résultat de celle où il transmet celle-ci à une compagnie d'assurance via l'assurance groupe.

Les investissements dans des catégories « risquées » telles les actions versus les obligations ne sont d'ailleurs pas nécessairement liées aux types de plans, contrairement à ce qu'on pourrait croire sur base des obligations de résultat ou moyens attachés à ceux-ci. Les fonds de pension aux Royaume-Uni ont investi largement dans les actions, malgré le fait que les plans auxquels ils correspondent sont majoritairement des plans à prestations définies. Une des explications à cette tendance britannique repose davantage sur l'utilisation d'une approche actuarielle « ongoing » permettant la prise en compte d'une plus grande volatilité des actions. Par contre, l'importance des investissements des compagnies d'assurance britanniques dans les actions est quant à elle surtout liée à l'absence de garantie de valeur de rachat minimale des polices. Aux États-Unis aussi, l'analyse des portefeuilles d'investissement des grands fonds de pension n'indiquerait pas de claires démarcations des investissements en fonction des types de plans³⁶.

Un principe généralement respecté dans la réglementation des investissements des fonds de pension est celui de la limitation de l'auto-investissement. Une majorité de pays semble limiter la possibilité de placement du fonds de pension en actions de l'entreprise support. Ainsi aux États-Unis, où les plans à prestations définies ne peuvent pas y investir plus de 10 pour cent, au Royaume-Uni où la limite est fixée à 5 pour cent, en Belgique où elle est de 15 pour cent, en Suisse de 10 pour cent. Certains pays semblent interdire l'auto-investissement (Danemark). Ceci ne vaut cependant pas pour tous les plans. L'amendement introduit à ERISA concernant les plans 401(k) exempte par exemple ceux-ci de cette limite de 10 pour cent afin de préserver un objectif de « partage des profits » favorable à la productivité. Par contre l'auto-investissement est en quelque sorte la règle dans les systèmes de provisions comptables. Cela est d'ailleurs une des raisons fondamentales du développement de ces systèmes dans l'après-guerre, en Allemagne et au Japon. La possibilité d'emprunt à long

terme est également généralement fortement limitée tant pour les fonds de pension que pour les compagnies d'assurance.

Les grandes questions débattues actuellement en matière de réglementation d'investissement concernent notamment les avantages respectifs des approches « *prudent man* » et « quantitatives » ainsi que la libéralisation des investissements à l'étranger³⁷. Concernant le premier point, il est difficile de trancher entre les avantages respectifs des deux approches. Ils dépendent de plusieurs facteurs. Par exemple, le principe de « *prudent man* » s'appliquera plus facilement aux pays où des mécanismes d'autocontrôle efficaces se sont déjà développés. De façon générale le « *prudent man* » est surtout appliqué dans les pays anglo-saxons (États-Unis, Canada, Australie, Royaume-Uni, Irlande), ainsi qu'aux Pays-Bas, tandis que la majorité des pays de l'Europe continentale ainsi que le Japon, impose des restrictions quantitatives. Les tableaux ci-joints fournissent des informations complémentaires à cet égard. Les principes considérés actuellement vont cependant dans le sens d'une plus grande responsabilisation et souplesse de gestion des opérateurs. On observe d'autre part que les placements réels n'atteignent presque jamais la limite légale, loin s'en faut. Il faut cependant nuancer cette observation dans la mesure où elle reflète des moyennes.

ii) Investissements à l'étranger

L'une des facettes de la réglementation des investissements des fonds de pension et des compagnies d'assurance concerne les placements de portefeuille effectués à l'étranger. Quoique sensiblement assouplie dans la plupart des pays de l'OCDE depuis quelques années, cette réglementation comprend encore une palette de dispositions qui restreignent de façon directe ou indirecte les investissements à l'étranger. On en recense essentiellement trois types³⁸ :

- l'imposition d'un plafond à la part des actifs étrangers dans les portefeuilles des institutions (y compris les réserves techniques) qui est inférieure à celui appliqué aux actifs nationaux comparables ;
- l'obligation de détenir une certaine proportion minimale d'actifs nationaux (titres d'État par exemple) en pourcentage du volume total des actifs de l'institution (y compris réserves techniques), cette proportion étant supérieure à celle qui s'applique à des actifs étrangers comparables ;
- l'exigence d'un certain niveau de congruence monétaire, c'est à dire l'obligation de détenir, en contrepartie d'un pourcentage minimum des engagements dans une devise donnée, des actifs libellés dans la même devise. Destinée à limiter le risque de change, cette norme revient cependant à obliger les institutions à détenir des actifs libellés dans la monnaie de leur

propre pays, au moins jusqu'à un certain pourcentage de leurs engagements libellés dans cette même monnaie. Ceci peut constituer un obstacle plus ou moins important à la diversification des portefeuilles internationaux selon le pourcentage fixé, la part relative des engagements en monnaie locale dans l'ensemble des engagements de l'institution et la disponibilité d'actifs étrangers dans la monnaie du pays des institutions concernées.

Si de nombreux pays de l'OCDE ont déjà levé la plupart des restrictions directes décrites sous les deux premiers tirets, de nombreuses restrictions sont encore en vigueur en ce qui concerne la congruence monétaire. La mise en place de « l'Euro » au niveau de l'Union européenne devrait cependant permettre un retrait substantiel des restrictions existant au sein de cette zone géographique³⁹. En outre, diverses formes d'incitations en faveur des investissements nationaux, ainsi que des obligations de localisation des titres représentatifs d'actifs à l'étranger, sont encore répertoriés dans de nombreux pays Membres. L'obligation de détention des titres physiques de propriété est toutefois en passe de devenir obsolète, du fait de la « dématérialisation » croissante des actifs dont les titres de propriété tendent à être remplacés par des créances sous forme d'inscription comptable électronique. Maintenir cette obligation constituerait un obstacle sérieux aux opérations.

Initialement l'ensemble de ces dispositions étaient justifiées – ou du moins motivées – par des considérations prudentielles. Parmi elles, on en retiendra deux principales :

- la nécessité de protéger les bénéficiaires de pensions contre le risque de change (si on s'accorde pour estimer le risque de crédit associé aux placements à l'étranger comparable à celui qu'engendre un placement dans des actifs nationaux) ;
- l'éventualité d'un risque systémique, en cas de défaut d'investisseurs institutionnels donnés qui provoquerait un effet en cascade sur l'ensemble du système financier.

Toutefois, plusieurs arguments prônent en faveur d'une libéralisation accrue de la réglementation des placements à l'étranger, à tout le moins au sein de l'OCDE⁴⁰. En premier lieu, le rendement d'un portefeuille internationalement diversifié, où les risques pays et de change sont mieux répartis, s'avère plus stable que celui d'un portefeuille non diversifié ; en outre, les investisseurs institutionnels disposent désormais d'instruments performants pour couvrir leurs positions en devises. En second lieu, les investissements des institutions s'avèrent en pratique relativement conservateurs, dans ces pays même où la diversifi-

cation internationale des portefeuilles est libre et où les seules « règles de prudence » (*prudent man rules*) s'appliquent.

Enfin, les risques systémiques potentiels sont probablement moindres, toutes choses égales par ailleurs, en cas de faillite d'un investisseur institutionnel qu'en cas de faillite d'un intermédiaire financier – banque ou maison de titres –, qui a une activité plus étendue pour un niveau donné d'actifs. D'ailleurs, la supervision de ces intermédiaires financiers eux-mêmes n'impose généralement pas un contrôle détaillé de leurs activités, mais prend plutôt la forme d'un examen de l'ensemble des risques liés à leur activité, de leur capacité à gérer ces risques, ainsi que de l'adéquation de leurs fonds propres.

Des progrès ont été accomplis depuis une dizaine d'années au sein de l'OCDE en terme d'information sur les placements étrangers, et plus largement sur les marchés, la réglementation et le contrôle des autres pays Membres qui se sont sophistiqués dans nombre de pays. C'est dans ce contexte que l'arbitrage entre les considérations prudentielles et l'impératif de diversification et d'optimisation des portefeuilles de placement, c'est à dire entre sécurité et rentabilité, pourrait être reconsidéré.

H. Assurance insolvabilité

Ce type d'assurance vise à protéger le fonds et ses bénéficiaires du risque lié à la faillite de l'employeur en cas de sous financement du fonds. Cette assurance est généralement publique. Une des raisons en serait l'incapacité du marché à fournir une telle assurance, à tout le moins à des prix adéquats. Ce n'est pas l'opinion de tous les auteurs⁴¹. On peut aussi observer qu'en Allemagne, le PSVaG est une mutuelle d'assurance qui achète en fait des annuités d'un consortium de compagnies d'assurance vie privées.

Il apparaît cependant que jusqu'à maintenant le test du marché n'a pas encore été fait dans la mesure où les primes ne sont pas fixées en fonction des risques d'insolvabilité réels des employeurs. Ceci implique une subvention des entreprises en difficulté par les entreprises saines, avec une perte d'efficacité économique et un effet de redistribution, qui peut cependant être réduit en cas de primes plus élevées pour les fonds sous-financés (comme c'est le cas aux États-Unis depuis 1987). Ce système souffre également d'autres risques liés au risque moral (le fonds prend des décisions inconsidérées parce qu'il sait qu'il y a une assurance ou se saborde sans une réelle nécessité économique, – ceci a conduit les autorités américaines à limiter fortement les possibilités de liquidation volontaire de fonds et à imposer un plafond aux prestations couvertes, créant une coassurance dans le chef des bénéficiaires) ou à l'antiselection (dans le cas d'une augmentation importante de primes, les entreprises saines auraient

Tableau 17. Restrictions aux investissements de portefeuille à l'étranger

	Sociétés d'assurance	Fonds de pension
Allemagne	Jusqu'à 5 % de l'encours des réserves de prime et 20 % des actifs réglementés restants peuvent être investis à l'étranger. En outre, des plafonds spécifiques de 5 à 20 % sont appliqués selon les actifs étrangers concernés.	Plafond de 6 % pour la détention d'actifs étrangers.
Australie	Néant. En ce qui concerne l'assurance non vie, les actifs dont la valeur est supérieure à 2 milliards de dollars australiens (ou au niveau de la marge de solvabilité obligatoire si celui-ci est plus élevé) doivent être détenus dans les limites de la juridiction australienne. De nouvelles normes font l'objet d'une mise au point actuellement en ce qui concerne l'assurance-vie.	Néant
Autriche	Les actifs représentant des provisions techniques pour des contrats libellés en monnaie autrichienne doivent être normalement localisés en Autriche.	Néant
Belgique ¹	Les actifs constituant les provisions techniques doivent être localisés en Belgique ou dans les pays de la CE.	Les actifs représentatifs des engagements du fonds doivent être localisés en Belgique et sous certaines conditions à l'étranger.
Canada	Néant	Les caisses de retraite des salariés et autres plans d'épargne-retraite patronnés par les employeurs sont généralement soumis à une limite de 20 % pour les placements à l'étranger.
Danemark	Néant	Néant
Espagne	Néant vis-à-vis des pays de l'OCDE. Les documents représentatifs d'actifs immobilisés doivent être localisés en Espagne.	Néant vis-à-vis des pays de l'OCDE. Les documents représentatifs d'actifs immobilisés doivent être localisés en Espagne.
États-Unis	Pas de législation fédérale. Réglementations à l'échelon des États : – Plafonnement global des investissements en titres étrangers allant de 0 à 10 % (avec une médiane à 5 %), selon l'État et la qualité de l'actif considéré. – Traitement plus favorable pour les placements au Canada.	Fonds constitués au titre de l'ERISA : pas de plafond. Les documents de propriété des actifs des régimes de retraite ne doivent normalement pas être détenus en dehors de la juridiction des tribunaux de district des États-Unis.

Tableau 17. Restrictions aux investissements de portefeuille à l'étranger (suite)

	Sociétés d'assurance	Fonds de pension
Finlande	Les provisions techniques doivent se composer de biens immobiliers situés en Finlande, de titres émis par des résidents ou d'actifs garantis par des résidents.	Décret existant : 5 % au plus des avoirs peuvent être placés sous forme d'actifs libellés en monnaies étrangères. Jusqu'à 20 % des fonds peuvent être placés dans les États de l'Union européenne (exception : 10 % pour l'immobilier et 30 % pour les dettes contractées ou garanties par les États, banques de dépôt ou sociétés d'assurances de l'UE).
France	Néant vis-à-vis des pays de l'OCDE. Les documents représentatifs d'actifs immobilisés doivent normalement être localisés en France.	50 % au moins des avoirs doivent être placés en titres garantis par l'État français (régimes AGRIC/ARRCO).
Grèce	Application de la législation communautaire.	Les fonds de pension sont autorisés à placer jusqu'à 20 % de leurs actifs auprès de fonds communs de placement nationaux, eux-mêmes étant autorisés à investir sous forme d'actifs étrangers
Irlande	Néant	Néant
Islande	Assurance-vie : interdiction totale pour les actifs émis par les non-résidents.	Fonds de pension (des fonctionnaires), du personnel hospitalier, des exploitants agricoles et des marins : interdiction totale des investissements en actifs émis par des non-résidents.
Italie ²	Application de la législation communautaire.	Néant
Japon	Plafonnement à 30 % des investissements en actifs libellés en devises.	Fonds privés : limite de 30 % pour les investissements sous forme d'actifs libellés en devises. (Fonds des salariés du secteur public : selon les statuts du fonds.)
Mexique	Seuls les placements inscrits au Registro Nacional de Valores e Intermediarios sont admis.	Seuls les placements inscrits au Registro Nacional de Valores e Intermediarios sont admis. Les fonds doivent investir 30 % dans des obligations émises par le gouvernement fédéral et le reste dans des valeurs approuvées par la Commission nationale des banques et valeurs mobilières, en conformité avec la loi fiscale.
Norvège	Néant	Néant
Nouvelle-Zélande	Néant	Néant
Pays-Bas	Néant	Néant
Portugal	Les actifs doivent être localisés dans les pays de l'UE.	Jusqu'à 40% du total des actifs peuvent être investis dans des titres de pays de la Communauté européenne

Tableau 17. Restrictions aux investissements de portefeuille à l'étranger (suite)

	Sociétés d'assurance	Fonds de pension
République tchèque	Les actifs représentatifs des réserves techniques doivent être investis dans le pays.	Tous les actifs doivent être investis dans le pays.
Royaume-Uni	Néant. Les documents représentatifs d'actifs immobilisés doivent être détenus au Royaume-Uni ou, s'ils couvrent des engagements en devises, dans les pays étrangers correspondants. (Les règles de localisation seront modifiées à l'entrée en vigueur des Troisièmes Directives de la CE.)	Néant
Suède	20 % au plus des réserves techniques peuvent être investies en valeurs étrangères et valeurs libellées en devises (sauf si cela est nécessaire pour couvrir des engagements dans la même devise). Les actifs constituant des réserves techniques doivent être localisés en Suède.	Le plafond varie de 5 % à 10 % suivant les fonds de pension et les actifs concernés.
Suisse	Réserves techniques seulement Actifs en devises : 20 % Titres d'emprunt émis à l'étranger : 30 % Actions émises à l'étranger : 25 % Biens immobiliers à l'étranger : 5 % Plafond global : 30 %	Actifs en devises : 20 % du total des actifs Titres d'emprunt émis à l'étranger : 30 % du total des actifs Actions émises à l'étranger : 25 % du total des actifs Biens immobiliers à l'étranger : 5 % du total des actifs Plafond global : 30 %
Turquie	Les réserves techniques : – ne peuvent être placées sous forme d'actifs étrangers, – peuvent être placées sous forme d'actifs financiers nationaux, qui sont précisés par le sous-secrétariat au Trésor, libellés en devises. Pas de plafond ni de restriction pour les actifs non représentatifs des réserves techniques.	Pas de réglementation sur les fonds de pension privés.

1. En cours de révision.

2. S'agissant de contrats inclus dans un portefeuille italien, les sociétés d'assurance peuvent localiser les actifs aux provisions techniques dans un ou plusieurs États de l'UE. Si les sociétés en font la demande, l'ISVAP peut autoriser la localisation d'une partie des actifs dans un État non membre de l'UE. Les critères varient selon les actifs et les pays, les pays hors OCDE faisant l'objet de restrictions plus strictes.

Source : OCDE.

Tableau 18. **Réglementation des placements relative à la congruence monétaire**

	Sociétés d'assurance	Fonds de pension
Allemagne	80 pour cent au minimum des avoirs doivent être investis dans des monnaies congruentes si l'encours des réserves de prime ne concerne pas plus de 5 pour cent et les actifs réglementés restants pas plus de 20 pour cent des engagements dans une monnaie donnée.	80 pour cent au moins des avoirs doivent être investis dans des monnaies congruentes si l'encours des réserves de prime ne concerne pas plus de 5 pour cent et les actifs réglementés restants pas plus de 20 pour cent des engagements dans une monnaie donnée.
Australie	Néant pour le moment.	Néant
Autriche	Pour les réserves techniques, 80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie, sauf si les actifs devant être détenus dans cette monnaie ne dépassent pas 7 pour cent du total des actifs.	Néant
Belgique	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie, sauf si les actifs devant être détenus dans cette monnaie ne dépassent pas 7 pour cent du total des actifs.	Les actifs représentatifs des engagements du fonds doivent être libellés dans la même monnaie que les engagements ou dans une devise convertible.
Canada	Néant	Néant. Application des règles de personne prudente.
Danemark	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être équilibrés par des actifs libellés dans la même monnaie, sauf si les actifs devant être détenus dans cette monnaie ne dépassent pas 7 pour cent du total des actifs. Pour les devises de l'UE, jusqu'à 50 pour cent des engagements peuvent être couverts en actifs libellés en écus.	Comme pour les sociétés d'assurance.
Espagne	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie, sauf si les actifs devant être détenus dans cette monnaie ne dépassent pas 7 pour cent du total des actifs.	Néant.
États-Unis	Pas de législation fédérale. Réglementation à l'échelon des États : 10 États au moins interdisent les investissements à l'étranger au-delà de ce qui est nécessaire pour équilibrer les engagements vis-à-vis des pays étrangers.	Néant.

Tableau 18. **Réglementation des placements relative à la congruence monétaire** (suite)

	Sociétés d'assurance	Fonds de pension
Finlande	Néant	Pas plus de 20 pour cent des avoirs peuvent être libellés en monnaie autre que FIM ou ne pas être protégés contre les risques de change.
France	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie, sauf si les actifs devant être détenus dans cette monnaie ne dépassent pas 7 pour cent du total des actifs.	Néant
Grèce	Application de la législation communautaire.	Néant
Irlande	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie, sauf si les actifs devant être détenus dans cette monnaie ne dépassent pas 7 pour cent du total des actifs.	Néant
Islande	Néant	Néant
Italie	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie.	33 pour cent
Japon	Uniquement pour les réserves d'assureurs sous contrôle étranger pour l'encours des sinistres relatifs à des contrats en yen conclus à l'extérieur du Japon.	30 pour cent
Mexique	n.d.	n.d.
Norvège	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie.	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie.
Nouvelle-Zélande	Néant	Néant
Pays-Bas	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie.	Néant
Portugal	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie.	Néant

Tableau 18. **Réglementation des placements relative à la congruence monétaire** (suite)

	Sociétés d'assurance	Fonds de pension
République tchèque	Les actifs représentatifs des réserves techniques doivent être investis dans le pays.	Tous les actifs doivent être investis dans le pays.
Royaume-Uni	80 pour cent au moins des engagements en une monnaie quelconque, s'ils dépassent 5 pour cent du total des obligations, doivent être équilibrés par des actifs libellés dans la même monnaie. Avec l'entrée en vigueur des Troisièmes Directives, les règles de congruence s'appliqueront aussi aux opérations effectuées hors du Royaume-Uni et à la réassurance.	Néant
Suède	Néant	Néant
Suisse	80 pour cent au moins des engagements dans une monnaie quelconque doivent être équilibrés par des actifs libellés dans la même monnaie.	Néant
Turquie	En vie, 50 pour cent au moins et 150 pour cent au plus des engagements dans une monnaie quelconque doivent être couverts par des actifs libellés dans la même monnaie.	Pas de réglementation des fonds de pension.

Source : OCDE, *Livre vert de l'UE*.

tendance à sortir du système par exemple en se déplaçant vers des plans à cotisations définies. Le système se retrouverait avec une part d'autant plus grande de mauvais risques. Une augmentation massive de primes pourrait d'autre part déstabiliser encore davantage les entreprises en situation difficile et les mettre en faillite).

Ces systèmes d'assurance existent dans quelques pays. On peut les trouver aux États-Unis, en Allemagne, au Japon, au Royaume-Uni (depuis peu et pour les cas de fraude seulement), en Suède, en Finlande⁴², dans la province d'Ontario au Canada, ainsi qu'en Suisse. Ces systèmes ont généralement été mis en place après des situations de crise (aux États-Unis, au Canada, ou encore récemment au Royaume-Uni avec l'affaire Maxwell).

L'analyse de l'assurance insolvabilité doit être placée dans le contexte global de la réglementation des fonds de pension. Cette assurance, qui joue en dernier ressort, pourrait s'avérer superflue et contreproductive dans le cadre d'un

système préventif efficace, notamment dans la mesure où elle aurait des effets néfastes. Elle peut par contre être particulièrement nécessaire dans les cas où le risque d'insolvabilité n'est pas limité par de telles limites réglementaires. Le système des provisions comptables en fournit un bel exemple et semble appeler la mise en place de l'assurance insolvabilité. Assurer un risque parce qu'il est important (qualitativement ou quantitativement) n'évite cependant pas la survenance de celui-ci et ne fait que déplacer la charge de sa couverture, en introduisant en outre la composante du risque moral. Il semblerait donc que la priorité soit d'abord de mettre en place un système réglementaire préventif (mais souple). Si cela n'est pas possible l'assurance insolvabilité peut être considérée, avec les risques qu'elle implique, et dans certaines conditions. Parmi celles-ci, l'imposition de plafond, voire de franchise, peut permettre une limitation du risque moral ainsi qu'une prévention accrue par le biais d'une forme implicite de coassurance.

I. Information aux bénéficiaires

Une étude récente de la fédération des experts comptables européens montre que dans la plupart des pays européens étudiés⁴³, l'employeur n'est pas obligé de fournir d'information ni sur la méthode d'évaluation des actifs du fonds de pension, ni sur le degré suffisant ou non du financement, bien que ces informations puissent d'autre part être obtenues du fonds lui-même⁴⁴. Par contre en Irlande et au Royaume-Uni la norme SSAP24 exige que cette information figure dans les comptes de la société. Cette absence d'obligation dans les autres pays peut surprendre dans la mesure où l'employeur reste responsable du financement adéquat du fonds même si celui-ci est séparé de l'entreprise (sauf en cas d'assurance).

La même étude révèle que ce n'est que dans quelques pays que la loi exige que les membres et bénéficiaires de fonds de pension reçoivent une copie des comptes annuels de ceux-ci. Ces deux résultats mis bout à bout semblent indiquer que les bénéficiaires peuvent ne pas disposer d'un degré élevé d'information sur les structures et les performances des fonds. L'information du bénéficiaire revêt une importance d'autant plus grande suivant les risques auxquels le fonds est exposé. Les membres d'un plan devraient automatiquement recevoir certaines informations relatives aux conditions d'éligibilité, transfert et portabilité, aux développements de leurs droits acquis, au statut financier du plan et notamment son financement, et avoir accès à d'autres informations sur demande. Le rapport Goode suggérerait par exemple que les employés aient accès, avant de joindre le plan et pendant la durée de la participation à celui-ci, aux informations suivantes :

- une déclaration indiquant si le plan est enregistré auprès des autorités et son numéro d'enregistrement ;

Tableau 19. Assurance insolvabilité

Création	Allemagne 1974	Canada 1974	États-Unis 1989	Japon 1961	Royaume-Uni	Suède
Insolvabilité de l'employeur et sous-financement	Oui en cas de provision comptable	Oui	Oui	Oui pour l'employé « fonds de protection »	Oui mais seulement en cas de fraude	En cas de provision comptable
Liquidation volontaire	Non	Non	Non mais cela fut le cas dans le passé	Non	Non	
Primes ou prix du marché (avec risque insolvabilité)	Non	Non	Non	Non	Charges après faillite	
Maximum	Oui : 3 fois le plafond de cotisations à la sécurité sociale	Oui (9 000 C\$)	Oui (29 000 \$ an)			
Exclusion	– Bénéfices non acquis – Certains bénéfices octroyés l'année qui précède	– Certains bénéfices liés à la retraite anticipée. – Bénéfices additionnels octroyés dans les 3 dernières années.	– Bénéfices non acquis – Suppléments spéciaux pour retraite anticipée – Partiel pour bénéfices additionnels récents.			
Contexte prudentiel :						
– Existence de règles minimales de financement	Non (pour les provisions comptables)	Oui	Oui		Oui	
– Méthode d'évaluation des actifs	Marché historique	Marché	Marché	Comptable	Actuarielle/marché	
Questions en cours de discussion	Élévation du rang en cas de faillite	Abandon considéré	– Solvabilité – Privatisation – Modifications			
Forme	Assurance mutuelle		Publique			Assurance mutuelle

- une description complète de la nature de la promesse de pension, détaillant les contributions à payer, les prestations du plan et comment ces prestations sont garanties ;
- une indication de la politique passée du plan quant aux accroissements de pension, qui devrait être contenue dans le rapport annuel ;
- des détails quant aux dispositions relatives aux trustees ;
- une description générale des possibilités de modifications du plan, de l'utilisation des surplus, des traitements de faillite et des mesures à prendre en cas de déficience du plan ;
- une déclaration concernant les droits des membres quant à des informations plus détaillées et aux modalités d'obtenir celles-ci.

La question de l'information des bénéficiaires pose de façon plus large celle du « contrat de pensions » et du caractère adéquat des informations qui sont fournies au bénéficiaire lorsque celui-ci rejoint un régime de pensions. La transmission d'information adéquate aux bénéficiaires sera d'autant plus importante lorsque le fonds ne fait pas l'objet d'un contrôle suivi des autorités de contrôle et où la responsabilité fiduciaire de la bonne marche du fonds est dévolue aux gestionnaires. Un degré suffisant d'information des bénéficiaires est un pendant indispensable à l'éventuel allègement du contrôle gouvernemental direct.

J. Aspects fiscaux

La réglementation fiscale est très importante en matière de pensions privées. Les objectifs poursuivis par les gouvernements en matière de pensions ont souvent justifié la mise en place de privilèges fiscaux pour inciter les employeurs ainsi que les employés à utiliser les régimes privés. Ces privilèges ne s'appliquent cependant que dans la limite de ces objectifs. Ceci explique que les déductions fiscales attachées aux contributions soient plafonnées, comme cela explique que les surfinancements soient limités, en dépit des intérêts qu'ils représentent au niveau prudentiel.

La réglementation fiscale s'applique aux trois stades clefs du processus financier des plans de pension : les contributions, l'accumulation des réserves et les prestations. Des différences très importantes existent entre les réglementations nationales, en particulier quant à la fiscalisation des contributions et de prestations. De façon générale les contributions des employeurs bénéficient de la possibilité de déduction sous réserves de qualification fiscale adéquate des plans. Cette possibilité s'applique en général sans déplacement de la fiscalité sur l'employé, c'est-à-dire que ces contributions ne sont par ailleurs pas considérées comme des revenus indirects taxables

Tableau 20 Informations à fournir aux bénéficiaires (situation en Europe)

Détails concernant l'obligation de fournir des renseignements aux bénéficiaires	
Allemagne	L'information n'est pas considérée comme nécessaire car les fonds d'aide sont garantis contre l'insolvabilité par la société de garantie des prestations de retraite et les <i>Pensionskassen</i> ne peuvent pas faire faillite parce qu'elles doivent obéir aux règles strictes du Conseil de surveillance des compagnies d'assurances. Toutefois, les adhérents des fonds de pensions et des fonds d'aide sont généralement informés de la situation financière du fonds et ont accès au document relatif au plan de retraite qui définit les prestations.
Autriche	Il doit être fourni aux bénéficiaires des renseignements sur les demandes notifiées de prestations de vieillesse, de survivant et d'invalidité, et aux adhérents des fonds de pensions et membres du conseil de surveillance et à l'employeur initiateur des renseignements sur les pools respectifs d'investissements et de risques. Les états financiers du fonds doivent être disponibles six mois après la fin de l'exercice budgétaire.
Belgique	Les comptes annuels sont fournis aux membres de l'assemblée générale de la personne morale, qui ne sont pas forcément les bénéficiaires. Les comptes d'ASBL/VZW doivent être déposés à la Banque nationale de Belgique. Les exigences varient en fonction des règles de chaque fonds.
Chypre	Les obligations varient selon la réglementation de chaque fonds.
Danemark	L'état de la valeur actuelle de l'obligation de retraite est envoyé annuellement aux titulaires de polices et bénéficiaires de pensions.
France et Suisse	Les états financiers sont à la disposition des membres.
Espagne	Certification des contributions pendant l'année et de la valeur des droits « consolidés » (acquis) à la fin de l'année. D'autre part, les membres ou les bénéficiaires ont cependant accès aux comptes s'ils en font la demande à la Commission de contrôle.
Italie	L'information n'est pas obligatoire et l'organisme de tutelle n'a pas encore édicté de règles à cet effet.
Luxembourg	Les adhérents ne sont informés que si l'employeur leur fournit volontairement copie des comptes annuels du fonds de pensions.
Norvège	Il n'y a aucune obligation concernant les bénéficiaires affiliés à un régime de retraite professionnelle. Régime privé : état financier annuel pour la police d'assurance.
Pays-Bas	Les états financiers sont fournis à la demande des bénéficiaires et sont disponibles au Conseil de contrôle des assurances après le 1 ^{er} octobre de l'année suivant l'année couverte par le rapport. Un projet de loi a été présenté au parlement en vue de donner à tous les chômeurs actifs un compte rendu annuel et le solde des droits à pension acquis.
Suède	Aucune obligation. Les bénéficiaires peuvent adresser une demande au conseil du fonds de pensions, composé pour moitié de salariés et pour moitié d'employeurs. En outre, il est toujours possible de faire une demande au conseil administratif provincial, qui reçoit tous les rapports annuels dans un délai de six mois.
Suisse	L'information est obligatoire. Les adhérents/bénéficiaires peuvent consulter les états financiers annuels et doivent être informés de leur situation personnelle en matière d'assurance.

Tableau 20 Informations à fournir aux bénéficiaires (situation en Europe) (suite)

Détails concernant l'obligation de fournir des renseignements aux bénéficiaires	
Royaume-Uni, Irlande	En Irlande et au Royaume-Uni, il est obligatoire de mettre à la disposition des adhérents une série complète d'informations telles que les conditions d'accès aux droits, les conditions d'adhésion, le calcul des cotisations, le type et le niveau des prestations et les conditions d'ouverture des droits, les statuts du fonds et un rapport annuel. La limite de mise à disposition des comptes aux membres ou aux bénéficiaires en Irlande est de neuf mois, et au Royaume-Uni d'un an, après la fin de l'année du régime. Dans le rapport, les administrateurs doivent rendre compte de questions telles que la collecte des cotisations dues, le placement des ressources du programme, le paiement des prestations et l'évaluation actuarielle des actifs et des engagements. Ils doivent également indiquer si plus de 5 pour cent des actifs du fonds sont investis dans l'entreprise de l'employeur ou dans une participation ou dans un bien.

Source : FEE (1995).

dans le chef des employés. Les contributions des employés sont également en général déductibles. Certain plafonds sont affectés à ces déductibilités, soit au niveau des contributions, soit indirectement au niveau des prestations maximales ouvrant droit à déductibilité des contributions.

Par contre le principe appliqué en matière de prestations est celui de sa taxation comme un revenu normal, en tout cas si la prestation est effectuée en rentes. La taxation de la sortie en capital est soumise à un régime variable, en fonction notamment de l'utilisation de ce capital et des objectifs gouvernementaux existant quant à cette option. En matière de taxation des rendements et plus values des investissements, la règle est qu'ils ne sont pas taxables dans la mesure où le fonds respecte les critères de qualification.

Concernant les différents opérateurs, on constate parfois l'existence de différences dans le traitement fiscal, tant au niveau des contributions (taxes sur les contrats d'assurance), qu'au niveau des rendements et des actifs (taxes différentes suivant l'opérateur) et à celui des prestations (mais plus rarement) suivant que l'opérateur et un fonds de pension ou une compagnie d'assurance. Ces différences qui peuvent être éventuellement justifiées par diverses considérations comme le caractère commercial de la compagnie d'assurance, n'en soulèvent pas moins certaines questions.

L'attribution de privilèges fiscaux en matière de pensions présente un coût qui peut être très important. La croissance attendue des régimes privés pourrait dans cette mesure augmenter ce coût de façon substantielle et limiter d'autant les résultats positifs attendus de ces développements sur les déficits publics. Les

modalités des régimes fiscaux ont une influence déterminante sur le type de plans choisis ou encore sur la gestion du fonds⁴⁵. Il apparaît à cet égard important de tenter de réconcilier les objectifs réglementaires, et de saisir dans leur ensemble les différentes dispositions qui peuvent s'appliquer aux plans et fonds de pension afin de minimiser les conflits potentiels.

Tableau 21. Régime fiscal

	Cotisations des salariés	Cotisations des employeurs	Intérêts et plus values	Fiscalité des prestations capital et rente
Allemagne	Déductibles dans certaines limites uniquement	Allocations patronales aux provisions comptables déductibles par l'employeur, mais primes d'assurances qu'il verse considérées comme un revenu indirect et donc taxables dans le chef des travailleurs (l'employeur peut dans certaines limites prendre en charge l'impôt dû sur base d'un taux forfaitaire actuellement de 22.9 %)	Non imposés	Prestations partiellement imposées, à faible taux, en fonction des méthodes de financement
Australie	Déductibles dans certaines limites uniquement			
Autriche	Déductibles dans certaines limites uniquement		Taxables à 15 %	
Belgique	Déductibles	Déductibles	Taxe annuelle de 0.17 % sur les actifs des fonds autonomes et précompte de 15 % ou 25 % sur les revenus encaissés ; taxe de 9.25 % sur les dotations de participation bénéficiaires pour les fonds assurés, non fiscalement déductibles pour les assureurs	– Taxation des capitaux à un taux forfaitaire – Taxation des rentes au taux marginal
Canada	Déductibles (jusqu'à un certain plafond)	Déductibles (jusqu'à un certain plafond)	Non imposés	Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Danemark	Déductibles	Déductibles	Intérêts et plus values sur les obligations imposables ; dividendes et plus values sur les actions exemptées	Capital taxé à 40 % ; rentes taxées comme les revenus personnels

Tableau 21. Régime fiscal (suite)

	Cotisations des salariés	Cotisations des employeurs	Intérêts et plus values	Fiscalité des prestations capital et rente
Espagne	Déductibles (jusqu'à un certain plafond)	Déductibles	Actifs non imposés	Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
États-Unis	Déductibles pour les plans 401(k) et les plans à cotisations définies du type IRA	Déductibles partiellement imposables		Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Finlande	Contributions des employés et employeurs aux systèmes de pensions supplémentaires déductibles jusqu'à un certain plafond.			Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
France	Déductibles	Déductibles		Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Grèce	Déductibles	Déductibles		Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Irlande	Déductibles	Déductibles		Sommes forfaitaires exonérées Pensions imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Italie	Déductibles	Déductibles		Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Japon	Déductibles	Déductibles	Actifs des régimes de retraite soumis à l'impôt	Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu, excepté le capital exempté d'impôt
Luxembourg	Déductibles jusqu'à un certain plafond	Comparable à la réglementation en vigueur en Allemagne		Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu
Norvège	Déductibles pour les plans conformes à la réglementation fiscale	Déductibles	Partiellement exemptés pour les plans conformes à la réglementation fiscale	Prestations imposées au titre de l'impôt sur le revenu

Tableau 21. Régime fiscal (suite)

	Cotisations des salariés	Cotisations des employeurs	Intérêts et plus values	Fiscalité des prestations capital et rente
Nouvelle-Zélande	Imposées	Déductibles mais soumises à un précompte de 33 pour cent payé par l'employeur		Sommes forfaitaires exonérées Pensions déductibles
Pays-Bas	Déductibles	Déductibles	Non imposés	Prestations imposées
Portugal	Déductibles partiellement ou totalement jusqu'à certains plafonds.	Déductibles pour certains types de plans jusqu'à certains plafonds mais imposés dans le chef de l'affilié sauf si le fonds ne reconnaît pas de droit acquis en cas de départ anticipé du travailleur		Déductibles partiellement ou totalement jusqu'à certains plafonds
Royaume-Uni	Déductibles	Déductibles	Non imposés	Prestations imposées, excepté le capital exempté d'impôt
Suède	Déductibles	Déductibles	Imposés	Imposés à faible taux
Suisse	Déductibles	Déductibles	Non imposés	Imposés

Sources : OCDE et divers auteurs (Turner, Davis, Gollier, Pestieau).

Annexe I

Remarques sur l'organigramme⁴⁶

Les remarques que l'on trouvera ci-après portent sur l'organigramme figurant à la page 65 du n° 70 de *Tendances des Marchés des Capitaux* (partie I du présent rapport).⁴⁷ On trouvera en annexe II d'autres précisions sur la question. L'organigramme est donné à titre d'illustration et ne prétend pas couvrir les régimes de pension existant dans l'ensemble des pays de l'OCDE. En effet, plusieurs régimes qui existent dans des pays de l'OCDE ne correspondent pas à cette structure. D'autres régimes se situent aux frontières entre le deuxième et le troisième pilier, par exemple les régimes comportant des cotisations obligatoires des salariés à des organismes de retraite indépendants à caractère administratif. Il s'agit plutôt de mettre en évidence la diversité des dispositifs relevant du deuxième pilier. L'organigramme repose sur une approche institutionnelle. L'autre approche, fonctionnelle, repose sur la typologie des plans de retraite, à savoir des plans de retraites à prestations définies, des plans de retraite à cotisations définies et des plans hybrides, qui comportent tous de multiples sous-catégories. Les deux approches sont intéressantes pour l'élaboration d'un cadre réglementaire convenable et doivent être utilisées de façon complémentaire, même s'il faut sans doute accorder une certaine priorité à l'approche institutionnelle, compte tenu de la réglementation des régimes privés de retraite en vigueur dans les pays de l'OCDE.

Fondamentalement, les principaux régimes privés du second pilier peuvent être répartis entre régimes par capitalisation (les plus courants) et régimes par répartition. Ces derniers qui sont assez rares dans le secteur privé, recouvrent les systèmes de frais généraux, les indemnités de départ et divers dispositifs « semi-publics ». Le système des frais généraux permet le prélèvement direct des prestations sur les frais généraux de la société. Les régimes de ce type sont très risqués dans un cadre privé et, pour cette raison, ils sont souvent interdits. Les indemnités de départ sont également prélevées sur les frais généraux de la société. Elles ont un caractère moins systématique et sont encore couramment utilisées dans plusieurs pays. Enfin, certains régimes se situent aux confins des

systemes privé et public, comme le régime français, et ils sont inscrits dans un cadre réglementaire spécifique. On peut considérer que ces régimes semi-publics sont plus le prolongement des dispositifs publics que des substituts ou compléments indépendants de ces mêmes dispositifs publics.

On évoquera ici un certain nombre d'autres régimes à titre de référence. Il s'agit des régimes publics par capitalisation qui présentent plusieurs caractéristiques communes avec les régimes privés, mais qui sont généralement couverts par une réglementation spéciale. Ces régimes sont généralement destinés aux fonctionnaires des administrations publiques. Certains d'entre eux gèrent d'énormes volumes d'actifs et se comportent comme des fonds de pension privés. D'autres régimes spécifiques correspondent à des dispositifs mis en place à l'échelle d'un secteur d'activité par l'intermédiaire d'une convention entre syndicats et employeurs du secteur. Ils présentent également des caractéristiques spécifiques. Enfin, les régimes rassemblant les travailleurs indépendants sont eux aussi souvent soumis à des dispositions réglementaires particulières.

Dans les régimes par capitalisation, les fonds sont normalement soumis à une séparation juridique. Ce n'est cependant pas toujours le cas. Par exemple, les réserves comptables sont généralement assimilées à des régimes par capitalisation alors que les fonds ne sont pas juridiquement séparés des actifs de l'employeur qui conserve le contrôle de ces fonds. Dans certains cas, certaines parties des fonds peuvent être déposées sur des comptes bancaires ou être garantis par des assurances (assurances qui vont être traités au bilan comme des actifs par l'employeur). Dans de tels cas, l'employeur en conserve le contrôle, mais les actifs sont identifiés/désignés quant à leur destination.

La principale catégorie du deuxième pilier regroupe les régimes par capitalisation dans lesquels les fonds sont juridiquement séparés. Normalement, les bénéficiaires détiennent des droits irrévocables sur ces fonds. Ce n'est cependant pas toujours vrai, par exemple dans le cas des fonds de soutien en Allemagne. Les régimes par capitalisation avec séparation juridique des fonds sont généralement gérés par une autre personne que l'employeur. Parfois, cette externalisation n'est pas nette, par exemple, lorsque l'employeur siège au conseil d'administration du gestionnaire ou lorsqu'il peut influencer directement ou indirectement les décisions prises par les administrateurs du fonds.

Cette externalisation peut prendre la forme d'un fonds de pension autonome ou géré par des institutions spécialisées – sociétés d'assurance, banques ou sociétés d'investissement. La gestion par ces institutions porte généralement sur le portefeuille d'actifs du fonds ; elle peut aussi toucher le versement des prestations confié à une société d'assurance. Elle peut aussi concerner certains

services administratifs. Les régimes de retraite peuvent aussi reposer sur des contrats de rentes collectives ou des contrats collectifs d'administration de dépôts réservés (avec constitution éventuelle d'actifs garantis comme dans le système du cantonnement d'actifs), conclus avec une société d'assurance. Ces régimes de retraite assurés représentent quelque 30 pour cent des fonds de pension.

Annexe II

Typologie des régimes privés de retraite et de leur financement⁴⁸

Une fois que la décision a été arrêtée quant à la « conception » d'un système privé de retraite, il faut choisir son support de financement. Dans le cadre des conditions financières nécessaires au fonctionnement du système, il faut en effet se demander qui va traiter le processus à partir du point A où les adhérents au régime apportent leurs cotisations jusqu'au point R où ils perçoivent les prestations qui leur ont été garanties par le système. Dans la suite de cette annexe, nous ne nous attarderons que sur les systèmes – les plus courants – mis en place par des sociétés pour le compte de leurs salariés. Il convient d'établir ici une distinction entre supports internes et externes.

Dans le cas des supports internes, la société n'effectue aucun décaissement du point de vue de sa comptabilité avant le moment où les prestations doivent être versées conformément aux conditions prévues par le plan de retraite. On considère souvent que ces plans de retraite complémentaire ne bénéficient pas d'un financement préalable. Ensuite, il y a les supports externes dans le cadre desquels les sommes nécessaires au financement sortent de la société pour être versées à une entité chargée de payer ultérieurement les prestations prévues par le plan.

Premier type de support interne : les frais généraux

Le premier type de support interne est le paiement des prestations de retraite par prélèvement direct sur les frais généraux de la société (selon la pratique de la répartition). Dans ce cas, la société verse directement les prestations à compter du départ à la retraite ou du décès du salarié, audit salarié ou à ses ayants-droit. Le paiement peut intervenir sur la base d'un règlement interne à la société, connu ou non du personnel ou encore au cas par cas, en fonction de considérations de mérites ou de nécessités. On considère que ce mode de fonctionnement est très dangereux :

- pour la société qui ne constitue aucune provision pour l'avenir, alors que le coût du régime devrait normalement s'accroître avec le temps, au risque de constituer une menace pour la santé financière ultérieure de l'entreprise ;

- pour les actionnaires, car le compte de résultats ne reflète pas les charges à payer ultérieurement au titre des retraites complémentaires ; les dividendes versés aujourd'hui sont donc artificiellement élevés et favorisent les actionnaires du moment, aux dépens des actionnaires futurs ;
- pour les retraités ainsi que les salariés en activité, qui peuvent tout perdre si la société fait faillite. La plupart des pays interdisent ces régimes par répartition.

Deuxième type de support interne : les provisions au passif du bilan

La société et ses actionnaires peuvent réduire les risques de l'imputation du coût des retraites sur les frais généraux en constituant des provisions au passif du bilan de la société. Le montant de ces provisions est alors calculé par des méthodes actuarielles souvent soumises à une réglementation précise. Ce type de support présente les propriétés suivantes :

- Pour la société, la constitution de ces réserves en contrepartie des futures retraites permet de faire face à l'augmentation du coût des retraites, tout en laissant les sommes correspondantes à la disposition de la société qui peut les investir dans son exploitation. Tout se passe comme si ces provisions à long terme venaient s'ajouter aux fonds propres de la société pour lui permettre de financer ses engagements en matière de retraite. L'intérêt que la société paie sur ces provisions est seulement égal à l'intérêt technique qui sert de base au calcul des provisions et qui est généralement inférieur au taux d'intérêt à long terme sur les marchés de l'argent. Dans la plupart des cas, les provisions sont en fait investies dans la société, leur rendement est donc celui de la société, ce qui lui permet normalement d'effacer les effets de l'inflation, notamment dans les pays où les prix augmentent rapidement.
- Pour les actionnaires, l'équité entre les générations se trouve rétablie.
- Pour les retraités et les salariés en activité, en revanche, la situation reste inchangée face au risque de faillite de la société ; en effet, ils ne disposent d'aucun privilège particulier sur les actifs constitués et sont placés au même rang que les autres créanciers, donc après les services du fisc et les administrations de sécurité sociale, etc. ce qui fait qu'ils n'ont guère de chances de recouvrer une part significative de leur pension en cas de faillite.

Il est possible de réassurer les engagements souscrits par la société dans ce type de système. Si un employeur choisit cette solution, il peut contracter une assurance de groupe auprès d'un assureur et couvrir ainsi tout ou partie des engagements qu'il a souscrits vis-à-vis de ses salariés, le contrat étant souscrit au profit de la société, plutôt que du personnel. Normalement, dans ce système, la société va inscrire à son actif

une créance sur l'assureur égale au montant de la réserve actuarielle constituée par ce dernier. Ce procédé permet à la société de réduire les problèmes de liquidité suscités par le versement des prestations, bien que cela ne semble pas pour autant apporter de garantie supplémentaire aux salariés en cas de faillite. Cela étant, on notera que la sauvegarde des droits acquis en matière de retraite, comme des prestations elles-mêmes, a fait l'objet d'une directive européenne (80/987 CEE).

Pour concilier les intérêts des employeurs et des salariés tout en respectant les dispositions européennes, certains pays ont introduit un système de réassurance insolvabilité en cas de faillite pour les provisions inscrites au passif du bilan. Dans le cadre de ce système, les employeurs versent des primes annuelles à un groupement de réassurance insolvabilité, sur la base des réserves qui ont été ou auraient dû être constituées pour permettre le paiement des futures prestations de retraite aux retraités actuels ou futurs, dès lors qu'aucune provision de ce type n'a été constituée en dehors de la société.

Garanties individuelles de retraite

Une société peut vouloir accorder des prestations de retraite spéciales à certains de ses salariés ou dirigeants et ce, à titre purement individuel. Ces cas sont parfois réglés au moyen d'une garantie individuelle de retraite sous la forme d'une convention entre la société et le salarié ou le dirigeant concerné. Aux termes de cette garantie, la société s'engage à payer des prestations lors du départ à la retraite ou en cas de décès avant l'âge de la retraite de même que parfois en cas d'invalidité. Normalement, la société doit inscrire des provisions à cet effet au passif de son bilan. Elle peut cependant éviter de le faire en contractant une police d'assurance individuelle en son nom propre, comme dans le cas de la réassurance des provisions pour retraite, cette assurance couvrant les mêmes prestations que celles qui ont été promises dans le cadre de la convention de retraite.

Fonds de pension autonomes (premier type de support externe)

Le premier type de support externe est constitué par le fonds de pension autonome. Il s'agit d'une entité juridiquement distincte de l'entreprise, généralement une association sans but lucratif ou toute autre personne morale de ce type, ou encore d'une fiducie selon le modèle anglo-saxon. L'employeur calcule – ou fait calculer par un actuair – les réserves dont il a besoin pour assurer le versement des prestations futures et il dote le fonds de pension, indépendant de la société, des sommes correspondantes en tenant compte des produits financiers générés par le fonds et des prestations à payer.

Comme les fonds de pension autonomes ont une existence indépendante de la société, les salariés de cette dernière sont protégés en cas de faillite, le seul effet d'une faillite étant que la société n'alimente plus le fonds, tandis qu'elle ne peut plus récupérer les sommes se trouvant déjà inscrites sur les comptes du fonds.

De toute évidence, ce type d'organisation va nécessairement de pair avec des charges administratives à la fois fixes et variables. Parmi les charges fixes, on retiendra les frais liés au lancement du fonds, à la mise au point des documents juridiques, à la comptabilité, etc. et ces charges peuvent représenter la majeure partie du coût total. Il est donc évident que l'on a normalement recours à une telle structure que si les cotisations apportées au fonds de pension privé sont substantielles. Il faut en effet admettre que l'on ne peut réaliser d'économies que si les sommes gérées sont considérables et que si la concurrence entre sociétés d'assurance ne permet pas d'obtenir des conditions tout aussi intéressantes, avec l'avantage supplémentaire de limiter les risques de placement.

On peut d'ailleurs se demander si le principal avantage des fonds de pension autonomes n'est pas précisément de donner aux employeurs la possibilité de choisir par eux-mêmes les risques financiers qu'ils sont disposés à encourir. Toutes les statistiques disponibles montrent en effet que des placements à haut risque convenablement gérés présentent un rendement à moyen ou long terme qui est sensiblement plus élevé que des placements de père de famille. Toutefois, en pareille situation, il importe au plus haut point que l'employeur limite ce risque dans toute la mesure du possible, compte tenu des risques encourus par la société elle-même ; en effet, il serait totalement contre-indiqué que le fonds subisse des pertes de placement au moment où la société connaît des difficultés, ce qui ne fait que souligner la nécessité de gérer convenablement les actifs du fonds. De toute évidence, c'est plus facile dans le cas des fonds autonomes que dans celui de fonds confiés à des assureurs extérieurs, sauf à recourir à des méthodes élaborées de cantonnement des actifs.

En dernier lieu, il convient de noter que les fonds de pension ne sont pas tenus par des obligations de résultat vis-à-vis de leurs adhérents. Ils collectent les cotisations qui leur sont versées par les employeurs en vue de faire face aux engagements prévus par le règlement du plan de retraite. Les éventuels déficits financiers doivent donc être pris en charge par l'employeur.

Assurance collective (deuxième type de support externe)

Le deuxième type de support externe réside dans l'assurance collective. Dans le cadre de ce système, les employeurs s'adressent à une société d'assurance. L'employeur et l'assureur signent conjointement un contrat d'assurance collective précisant les droits et devoirs respectifs des parties, à savoir, l'assureur, l'employeur, les porteurs de police et leurs ayants-droit. Sur la base de ce contrat,

l'assureur calcule les primes qui devront être payées, sous forme de cotisations des salariés ou de leur employeur. Les cotisations individuelles font toujours l'objet d'une capitalisation individuelle et sont donc payées au titre de polices individuelles garantissant le versement des prestations à la date de départ à la retraite ou en cas de décès intervenant avant cette date.

Dans un régime à cotisations définies, les cotisations des employeurs font toujours l'objet d'une capitalisation individuelle et sont donc affectées à des polices d'assurance individuelles.

En revanche, dans les régimes à prestations définies, deux approches sont possibles. Si la méthode utilisée est celle de la capitalisation individuelle, les cotisations de l'employeur sont attribuées à des polices individuelles, alors que si les cotisations de l'employeur entrent dans le cadre d'une capitalisation collective, il n'y a pas de polices individuelles.

La part des cotisations faisant l'objet d'une affectation individuelle détermine le ratio des primes aux prestations, en fonction d'un barème de primes d'assurance vie. Ce barème se fonde lui-même sur des taux d'intérêt, des taux d'intérêt techniques, des tables de mortalité et sur des charges administratives subies par la société d'assurance dans le cadre de son fonctionnement, ainsi que, dans certains cas, sur des commissions versées à des intermédiaires.

Le fait que l'on ait recours aux taux de prime de l'assurance vie implique bien évidemment que l'assureur a des obligations de résultat, puisque des prestations spécifiques sont garanties en contrepartie du paiement des primes. Il convient en outre de noter que, dès lors que les cotisations de l'employeur font – au moins en partie – l'objet d'une capitalisation collective, un taux d'intérêt peut également être garanti, de sorte que là encore l'assureur contracte une obligation de résultat. Du point de vue de l'assureur, l'obligation d'atteindre des résultats spécifiques est en fait toujours limitée au niveau de rémunération atteint au moment du calcul de la prime. L'obligation de résultat – pour des prestations exprimées en pourcentage du salaire final dans le cas des prestations définies – suppose que l'on recalcule les primes nécessaires chaque année et cette obligation dépend donc toujours de la volonté et de la capacité de l'employeur de payer les primes demandées.

On peut également rencontrer le cas où l'assureur procède à la capitalisation collective de tout ou partie des cotisations de l'employeur sans prendre d'engagement quant au taux d'intérêt ou à la valeur nominale. C'est le cas lorsque les actifs sont gérés sous forme de fonds communs de placement ou d'actifs cantonnés, avec une obligation de moyens.

La gestion des fonds de pension collectifs

La notion de capitalisation collective dans le cadre de l'assurance de groupe revient en fait à un autre concept, celui de la gestion de fonds de pension collectifs par des sociétés d'assurance. Cette technique a été mise au point il y a plusieurs dizaines d'années, en même temps que l'assurance collective. On la désigne parfois sous les termes de « *deposit administration* » (administration de dépôts réservés) ou de « *separate accounts* » (cantonement d'actifs). Comme on l'a indiqué précédemment, il s'agit d'une forme particulière d'assurance collective dans laquelle la société d'assurance gère un dépôt collectif sur lequel l'employeur verse ses cotisations et duquel l'assureur retire à l'échéance les prestations prévues par les polices, d'où la notion « d'administration de dépôts réservés » traduisant l'idée d'un compte réservé à un objet spécifique qui constitue une provision collective au passif de l'assureur.

On peut aller encore plus loin en couvrant cet élément de passif par un placement affecté dès lors désigné comme un « actif cantonné ». L'assureur, ou un actuaire travaillant pour l'employeur, calcule, en recourant à des méthodes actuarielles reconnues, le montant des cotisations nécessaires au fonds de pension collectif pour lui permettre de faire face aux engagements pris par l'employeur vis-à-vis des adhérents du fonds, conformément au règlement de pension.

On remarquera donc que, sauf lorsqu'il garantit un taux de rendement minimum, l'assureur n'est tenu qu'à une obligation de moyens, comme dans le cas des fonds de pension autonomes. Cela montre à quel point un fonds de pension collectif est proche de la notion classique de fonds de pension. La principale différence entre les deux tient au fait que les fonds de pension collectifs sont proposés par les sociétés d'assurance.

Il convient en outre de noter que les sociétés d'assurance sont en mesure de proposer deux méthodes distinctes, l'une dans laquelle les actifs sont considérés par la société d'assurance comme une composante de ses propres provisions techniques et sont gérés comme tels et l'autre dans laquelle ils sont gérés pour le compte de tiers qui détiennent en fait un fonds de pension autonome, la société d'assurance se contentant de procéder à la gestion financière et d'observer ses devoirs actuariels pour le compte du fonds. Dans ce cas, les provisions techniques sont la propriété du fonds de pension et non de la société d'assurance, avec toutes les différences juridiques, fiscales, etc. que cela implique.

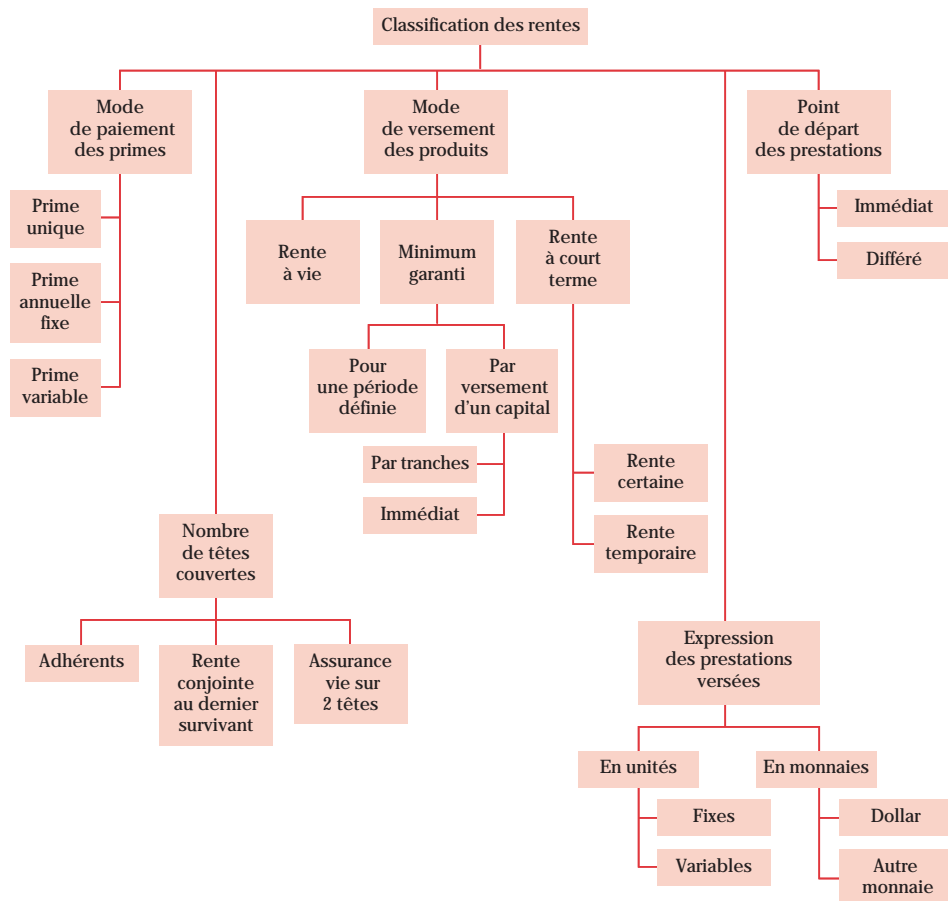
Annexe III

Caractéristiques du plan	Prestations définies	Cotisations définies
Mode de répartition des prestations	Plus élevées les dernières années	Plus élevées les premières années
Décassement pour les départs anticipés	Généralement non	Versement d'une somme forfaitaire
Mode de versement des prestations de retraite	Rente	Somme forfaitaire (avec possibilité de conversion en rente)
Possibilité d'aides aux retraites anticipées	Oui	Généralement non
Augmentation des prestations après le départ à la retraite	Souvent	Généralement non
Risque d'investissement	Supporté par l'employeur	Supporté par le salarié (souvent)
Couverture intégrale des prestations	Pas nécessairement	Oui
Garantie d'une société de garantie des prestations de retraite (PBG)	Oui	Non
Le salarié prend la décision de l'affectation des actifs	Non	Souvent

Source : Mitchell and Rappaport (1993).

Annexe IV

Classification des rentes à titre d'illustration



Annexe V

Quelques considérations supplémentaires sur les normes de fonds propres

L'évolution récente fait apparaître une convergence entre fonds de pension assurés et fonds autonomes, en ce qui concerne de façon générale les principes prudentiels, bien que des différences – parfois considérables – subsistent dans certains pays. Il convient donc de se demander s'il est logique que les règles prudentielles s'appuient sur la méthode de financement ou si, au contraire, elles devraient reposer exclusivement sur la structure juridique et financière des engagements concernés.

Dans les situations comportant une obligation de résultat, il semble logique que l'entité chargée de gérer les fonds soit dotée d'un capital de nature à compenser les éventuelles pertes eu égard aux engagements souscrits ; tel est l'objet de la marge de solvabilité prescrite par la législation européenne. Cela implique, entre autres, que les régimes à cotisations définies se trouvent en présence de deux solutions :

- L'application d'un barème avec un taux d'intérêt technique garanti, qui va de pair avec un engagement de résultat. Dans ce cas, la marge de solvabilité doit être suffisante et la structure juridique la plus adaptée est sans doute la constitution en société, sous forme de société d'assurance ou de mutuelle d'assurance – dans la mesure où un organisme sans but lucratif ne possède normalement pas de fonds propres – à moins que l'employeur à l'initiative de la constitution du régime n'apporte les garanties nécessaires, par l'intermédiaire d'une banque ou d'une assurance insolvabilité.
- L'application d'un barème, mais cette fois sans taux d'intérêt technique garanti, l'ensemble des cotisations et des prestations étant indexées sur la valeur d'une unité de compte représentative des performances des actifs du fonds (ou en faisant appel à toute autre technique actuarielle comparable). Dans ce cas, rien n'interdit la constitution en organismes sans but lucratif (pas plus qu'en société d'assurance ou en mutuelle

d'assurance) puisque la garantie proposée est extrêmement limitée, dans la mesure où elle couvre simplement les écarts de mortalité ou les écarts vis-à-vis des frais généraux de gestion.

Si en revanche, on se trouve en présence d'un régime à prestations définies il convient d'établir la distinction suivante :

- Si la technique utilisée est celle de la capitalisation individuelle avec une obligation de résultat, on se trouve dans la même situation que pour un régime à cotisations définies assorti de la même obligation : il doit y avoir une marge de solvabilité, ce qui signifie que l'employeur mettant en place le fonds doit apporter une garantie de résultat ou que l'entité chargée de la gestion doit être une société ou une mutuelle d'assurance.
- Si la technique utilisée est celle de la capitalisation collective, qui ne peut s'appliquer qu'aux cotisations de l'employeur, il n'y a normalement qu'une obligation de moyens, il n'est pas nécessaire d'imposer une marge de solvabilité et les règles prudentielles doivent s'attacher avant tout à la gestion actif-passif ; en d'autres termes, elles doivent veiller à la corrélation entre les actifs existants et les provisions mathématiques nécessaires. En ce qui concerne ces provisions, on est en droit de se demander s'il est raisonnable de constituer des provisions minimales ou de procéder au calcul des droits individuels sur la base des années effectives de service et des bénéfices immédiats (dans certains pays, prévus) et s'il ne faudrait pas donner la priorité absolue au concept d'équilibre global entre les réserves majorées des cotisations futures d'une part, et le total des engagements souscrits d'autre part.

Annexe VI

Bases d'évaluation utilisées pour appliquer
les restrictions quantitatives à l'investissement

	Actions (cotées)	Actions (non cotées)	Obligations d'État et obligations à taux fixe de bonne qualité	Valeurs à revenu fixe de moindre qualité	Prêts hypo- thécaires	Prêts non hypo- thécaires	Immobilier
Allemagne	b	b	b	b	a	a	a
Australie	d	d	d	d	d	d	d
Autriche	a	a	a	a	a	a	a
Belgique	d	d	a, d, f	a, d	g	g	d
Canada	e	a	c	c	c	c	e
Danemark	a, d	a, d	c	c	c	c	a, d
Espagne	d	a	d	d	a	a	d
États-Unis (New Jersey)	d	d	c	a	a	a	a
États-Unis (Delaware)	d	d	c	a	a	a	a
Finlande	e	e	e	e	e	e	e
France	a	a	c	c	a	a	c
Grèce	b	b	a	a	a	b	b
Irlande	d	d	d	d	d	d	d
Islande	d	a	d	a	a	a	a
Italie	a	a	a	a	a	a	a
Japon	a	a	a	a	a	a	a
Luxembourg	d	d	g	d	d	d	d
Mexique	e	e	d	d	d	d	d
Norvège	a	a	a	a	a	a	a
Pays-Bas	a, d	a	a, c, d	a, c, d	a, c	a, c	d
Portugal	d	d	c, d	d	d	d	d
Royaume-Uni	d	e	d	d	d	d	d
Suède	a	a	a	a	a	a	a
Suisse	e	e	c	c	d	d	—
Turquie	b	a	b	b	a	a	a

a. Prix d'achat au cours sur le marché des investissements en titres cotés, au plus faible de ces deux montants ; ou prix d'achat (ou valeur comptable inscrite) pour les investissements en titres non cotés.

b. Valeur minimale absolue.

c. Valeur amortie.

d. Valeur vénale.

e. Valeur vénale ajustée.

f. Valeur de remboursement des titres émis ou garantis par une administration centrale, régionale ou locale.

g. Solde restant dû.

Source : OCDE (1996), *Policy Issue in Insurance: Investment, Taxation, Insolvency*, OECD, Paris.

Bibliographie sélective

- Ahrend Peter, (1996), *Pension Financial Security in Germany, Securing Employer-Based Pensions : An International Perspective*, (éd. Bodie et al.) University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Aida IX^e Congrès Mondial (1994), *L'Assurance sur la vie en relation avec les pensions d'état et privées*, AIDA, Sydney.
- Altman, Nancy J. (1992), *L'action réglementaire de l'État : pour des retraites de régime privé équitables, décentes et assurées, Les régimes de retraite privés et la politique gouvernemental*, OCDE, Paris.
- ApRoberts, Lucy et Emmanuel Reynaud (1992), *Les systèmes de retraite à l'étranger : États-Unis, Allemagne, Royaume-Uni*, IRES, Paris.
- Bellando, Jean-Louis, (1992), *Les règles de gestion technique et financière, Traité de droit des assurances* (éd. Jean Bigot) LGDJ, Paris.
- Bellando, Jean-Louis, Hervé Bouchaert, et Armand-Denis Schor (1994), *L'assurance dans le Marché unique*, La documentation Française, Paris.
- Black, Kenneth, Jr. et Harold D. Skipper, Jr. (1994), *Life Insurance* (12^e édition), Prentice Hall, Englewood Cliffs, NJ.
- Blake, David (1992), *Issues in Pension Funding*, Routledge, London.
- Blake, David (1995), *Pension Schemes and Pension Funds in the United Kingdom*, Oxford University Press, Oxford.
- Blommestein, Hans (1998), *Ageing Populations and the Role of the Financial System in the Provision of Retirement Income*, OECD. Forthcoming.
- Bodie, Zvi, Olivia S. Mitchell, et John A. Turner (éd.) (1996), *Securing Employer-Based Pensions: An International Perspective*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Booth, Philip, et Gerry Dickinson (1997), *The Insurance Solution*, European Policy Forum, London.
- Cardon, Patrice (1992), *Comptabilisation des charges de retraite*, XVII^e Congrès FEEAF, FEEAF, Paris.
- Centre for Co-operation with the Economies in Transition (1997), *Insurance Guidelines for Economies in Transition*, OECD, Paris.
- Charpentier, François (1997), *Retraites et fonds de pension : L'état de la question en France et à l'étranger*, Economica, Paris.

- Chisholm, Patrick (1997), « Savings Savings », *National Review*, 21 avril, 1997, pp. 34-40.
- Comité européen des assurances (1996), *Les actes de la « Rencontre du CEA » sur les retraites*, Euro Publishing System, Paris.
- Comité européen des assurances (1995), *Schéma de normes prudentielles*.
- Comité européen des assurances (1996), *Pensions in Europe 1995*, Euro Publishing System, Paris.
- Commission européenne (1994), Direction général de l'emploi, des relations industrielles et des affaires sociales, *Les régimes complémentaires de retraite dans l'Union européenne (Supplément 3/94)*, Rapport d'experts coordonné par M. Tamburi, Giovanni, Commission européenne, Bruxelles.
- Commission européenne, Direction générale XV (1997), *Livre vert sur Les retraites complémentaires dans le marché unique pour les opérations de retraite*, Commission européenne, Bruxelles.
- Davis, E.P. (1997), « *Private Pensions in OECD Countries : The United Kingdom* », OECD Working Papers, n° 54, 1997.
- Davis, E.P. (1997), « *Regulation of Pension Fund Assets* », *International Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Forthcoming.
- Davis, E. Philip (1995), *Pension Funds : Retirement-Income Security, and Capital Markets, an International Perspective*, Oxford University Press, Oxford.
- Daykin, Christopher D. (1996), *Occupational Pension Provision in the United Kingdom, Securing Employer-Based Pensions : An International Perspective*, (éd. Bodie et al.) University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- De Rick, Koen (1996), *European Pension Funds : The Impact on European Capital Markets and Competitiveness*, EFRP, Brussels.
- Dickinson, Pr. G.M. and Denenis (1996), *Investment Regulations of Insurance Companies Across the OECD, Policy Issues in Insurance; Investment, Taxation, Insolvency*, OECD, Paris.
- Direction Générale de l'emploi, des relations industrielles et des affaires sociales (1994), *Les régimes complémentaires de retraite dans l'Union européenne (Supplément 3/94)*, Rapport d'experts coordonné par Mr. Tamburi, Giovanni, Commission européenne, Bruxelles.
- Fédération des Experts Comptables Européens (1995), *FEE Survey of Pensions and Other Retirement Benefits in EU and Non-EU Countries*, Routledge, Londres.
- Feldstein, Martin (1997), « *The Case for Privatization* », *Foreign Affairs*, July/August 1997, pp. 24-53.
- Férone, Geneviève (1997), *Le système de retraite américain*, Association d'économie financière, Paris.
- Foster, Howard (éd.) (1994), *Employee Benefits in Europe and USA*, Longman Group Ltd., Londres.
- Frijn Jean et Carel Petersen (1992), *Financement, administration et gestion du portefeuille : la pension promise est-elle sûre ? Les régimes de retraite privés et la politique gouvernemental*, OCDE, Paris.
- Gollier, J.-J. (1997), *Les systèmes de pensions privées*.

- Gollier, J.-J. (1995), *Les Pensions complémentaires en pratique*, Kluwer Éditions Juridiques Belgique, Diegem.
- Gordon, Michael S., Olivia S. Mitchell, et Marc M. Twinney (éd.) (1997) *Positioning Pensions for the Twenty-First Century*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Groupe des Experts auprès de la Commission européenne (présenté à la Commission le 18 mars 1997), *Rapport du Groupe de Haut Niveau sur la libre circulation des personnes présidé par M^{me} Simone Veil*.
- HMSO (1995), *Pensions Act 1995*, HMSO, Londres.
- International Accounting Standards Committee (1997), *International Accounting Standards 1997*, International Accounting Standards Committee, Londres.
- McGill, Dan M., Kyle N. Brown, John J. Haley, Sylvester J. Schieber, (1996), *Fundamentals of Private Pensions* (seventh edition), University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Mitchell, Olivia S. et Anna M. Rappaport (1993), Innovations and Trends in Pension Plan Coverage, Type, and Design, *The Future of Pensions in the United States*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Nobles, Richard (1997), *Pension Rights after the Pensions Act 1995*, The Institute of Employment Rights, Londres.
- Office of Fair Trading (1997), Report of the Director General's inquiry into Pensions, Volume I, II, III.
- OCDE (1992), *Les régimes de retraite privés et la politique gouvernemental*, OCDE, Paris.
- OCDE (1996), *Le vieillissement dans les pays de l'OCDE : Un déficit fondamental pour la politique. Études de politique sociale n° 20*, Paris.
- OECD (1993), *Private Pensions in OECD Countries : The United States*, OECD, Paris.
- Pension Law Review Committee (1993), *Pension Law Reform : The Report of the Pension Law Review Committee*, vol. I, HMSO, Londres.
- Pesando, James E., (1996), The Government's Role in Insuring Pensions, *Securing Employer-Based Pensions : An International Perspective*, (éd. Bodie et al.) University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Pestieau, Pierre (1992), Les prestations de pensions privées : leur répartition est-elle juste ? *Les régimes de retraite privés et la politique gouvernemental*, OCDE, Paris.
- Queisser, Monika (1998), *Regulation and Supervision of Pension Funds : Principles and Practices* : International Social Security Review 2/98.
- Reynaud, Emmanuel (1994), *Les retraites en France : Le rôles des régimes complémentaires*, La Documentation Française, Paris.
- Sass, Steven (1996), *Les Gages du temps : Une histoire des fonds de pension américains*, Association d'économie financière, Paris.
- Schmitt, Ray (éd.) (1993), *The Future of Pensions in the United States*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.

- Scientific Colloquium (1991), *Various Responses of « Prévoyance » to Economic and Social Challenges*, Maulte et Renou, Paris.
- Smallhout, James H. (1996), *The Uncertain Retirement : Securing Pension Promises in a World of Risk*, Irwin Professional Publishing, Chicago.
- Turner, John A., and Noriyasu Watanabe (1995), *Private Pension Policies in Industrialized Countries : A Comparative Analysis*, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, Michigan.
- Valdés-Prieto, Salvador (éd.) (1997), *The Economies of Pensions : Principles, Policies, and International Experience*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Vittas, Dimitri (1997), *Regulatory Controversies of Private Pension Funds, International Investors in the New Financial Landscape*, OECD, Forthcoming.
- Warshawsky, Mark J., (1997), *Funding of Defined Benefit Pension Plans, Positioning Pensions for the Twenty-First Century*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- Watanabe, Noriyasu, (1996), *Private Pension Plans in Japan, Securing Employer-Based Pensions : An International Perspective*, (éd. Bodie et al.) University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- World Bank (1994), *Averting the Old Age Crisis : Policies to Protect the Old and Promote Growth*, Oxford University Press, New York.

Notes

1. Cet article a été préparé par André Laboul, économiste principal au division des affaires financières, Direction des affaires financières, fiscales et des entreprises, OCDE. La première partie de cet article a été publié dans le numéro précédent des Tendances des marchés des capitaux.
2. Institutional Investors Statistical Yearbook 1997, Investisseurs institutionnels annuaire statistique 1997.
3. ApRoberts et Reynaud (1992) rapportent qu'aux États-Unis, le Département du travail a considéré que l'employeur était responsable en derniers recours du financement des pensions dans le cas d'une faillite d'une compagnie d'assurance à laquelle il avait acheté des rentes.
4. Black et Skipper, 1994.
5. Meierholzner, 1997.
6. Ces critères sont :
 - des exigences légales : conformité de la forme légale de la société, soumission des statuts et des conditions générales des polices, spécialisation dans l'assurance, en particulier ;
 - des exigences comptables : soumission d'un bilan d'ouverture, de comptes prévisionnels et de pertes et profits, fourniture des preuves que la compagnie dispose bien du capital minimum requis, etc. ;
 - des exigences techniques : soumission des tarifs pour information ou approbation le cas échéant, ainsi que des bases techniques utilisées pour le calcul des tarifs et des provisions techniques, et des plans de réassurance ;
 - des exigences managériales : preuves de la compétence et de l'honorabilité des dirigeants, ainsi que de l'honorabilité des actionnaires (OCDE, 1997).
7. Watanabe, 1996.
8. Altman, 1992.
9. Davis, 1997.
10. Warshawsky, 1997.
11. Pesando, 1996.
12. Frijns et Petersen, 1992.
13. Bodie, 1993.

14. McGill, Brown, Haley, Shieber, 1997.
15. Warshawsky, 1997.
16. Foster, 1994.
17. Pension Law Review Committee, 1993.
18. Parkinson, 1997.
19. Bellando, 1992.
20. Comité européen des assurances, 1996.
21. Davis, 1997.
22. Bellando, 1992.
23. En République tchèque, le capital minimum est de 20 millions de couronnes. Au Chili, les AFP doivent avoir des capitaux propres d'un montant minimum de 160 000 dollars, qui augmente en fonction du nombre d'adhérents.
24. Foster, 1994.
25. McGill, Brown, Halez et Schieber, 1997.
26. Le taux s'applique à la situation normale où l'indexation des prestations acquises est à la discrétion du conseil d'administration. Lorsque le plan offre un droit irrévocable à l'indexation, l'autorité de contrôle considère que le taux doit être fixé à 1 ou 2 pour cent.
27. Davis, 1997.
28. FEE, 1995.
29. Queisser, 1997.
30. Carpentier, 1997.
31. Idem.
32. A la fin 1997, le CEA a adopté la position suivante au sujet du Livre Vert : Le Livre Vert pose la question du cadre prudentiel général qu'il convient d'appliquer aux fonds de pension, et se réfère aux propositions contenues dans la structure prudentielle définie par le CEA pour les différents systèmes : à niveau d'engagements et de risques équivalents, les contrats de retraite complémentaire doivent être soumis à des normes prudentielles équivalentes, tant en termes de réserves et de solvabilité (passif) qu'en termes d'investissements et de congruence (actifs), et ce quel que soit le véhicule de financement ou les méthodes de gestion utilisés. Pour chaque cas, on suggère soit de se reporter au corpus de normes prudentielles existantes (en l'occurrence les règles des directives sur l'assurance-vie) – option I proposée par la Commission européenne – ou, solution plus viable, d'envisager un autre système de normes spécifiques applicables à tous les systèmes de deuxième pilier – option III envisagée par la Commission – qui soit un compromis équilibré entre les impératifs de protection des assurés et le souci de ne pas infliger aux opérateurs un fardeau financier trop lourd. Les deux autres options citées dans le Livre Vert ne garantiraient pas une égalité de concurrence entre les opérateurs de fonds de pension et ne sauraient par conséquent être approuvées par les assureurs européens. Le CEA est officiellement en faveur de l'adoption, à terme, d'un système juridiquement contraignant (option III de la Commission) comprenant des principes de base relatifs aux éléments de passif et d'actif associés à l'activité de retraite complémentaire.

33. Le souci de préserver la concurrence sur le marché des retraites peut se traduire par des positions extrêmement diverses en matière de réglementation. Par exemple, quelques pays pourront considérer qu'il faut un marché segmenté, et que les différentes caractéristiques des divers opérateurs doivent se traduire par des marchés séparés, en fonction des types d'organismes ; d'autres en revanche, tout en reconnaissant l'existence de telles différences, préféreront limiter toute distorsion réglementaire et opter, par exemple, pour une réglementation fonctionnelle fondée sur les opérations et non sur les organismes, (par exemple deuxième/troisième pilier, obligation de résultat/obligation de moyens, etc.).
34. Vittas, 1997.
35. Davis, 1997.
36. Férone, 1997.
37. Le CEA (Comité européen des assurances) est favorable à une libéralisation contrôlée des investissements des opérateurs d'organismes de retraite. Hostile aux planchers et aux plafonds, il souhaite l'abolition des critères quantitatifs qui existent actuellement mais tient à une forme de régulation pour protéger les intérêts des bénéficiaires (plutôt que d'orienter les stratégies d'investissement).
38. Qui, pour les compagnies d'assurance, s'appliquent essentiellement aux réserves techniques.
39. Le CEA souligne l'incidence favorable de l'euro, tant en termes de congruence que pour les restrictions sur les investissements internationaux. Il considère en effet que l'euro permettra de lever de nombreuses restrictions frappant actuellement les investissements internationaux.
40. Le CEA considère qu'une diversification internationale excessive constitue une stratégie imprudente.
41. Smalhout (1996), par exemple propose une privatisation totale du PCBG américain et le recours à des assureurs privés.
42. Gollier, 1995.
43. FEE, 1995.
44. Suivant Cardon (1992), l'analyse des comptes des sociétés françaises montre également que peu d'entre elles fournissent une information sur : les régimes en place et la charge de cotisation qu'elles représentent, la méthode actuarielle, les principales hypothèses actuarielles, le rapprochement engagement/financement/provisions, la décomposition de la charge annuelle, les durées d'étalement retenues.
45. Les risques associés à la détérioration de l'environnement budgétaire sont souvent soulignés dans cette optique.
46. Voir la première partie dans *Tendances des marchés des capitaux*, n° 70.
47. Idem.
48. Gollier, 1997.

Le développement des marchés de capitaux en Asie centrale¹

Introduction

On examinera dans ce rapport le développement des marchés de capitaux en Asie centrale. Il s'agit de décrire l'état actuel des marchés de capitaux en Azerbaïdjan et en Ouzbékistan, et de tirer certains enseignements de l'expérience de ces pays pour le développement des marchés d'autres pays de la région. Le terme « marchés de capitaux » est ici utilisé dans une acception relativement large, puisque, outre les formes traditionnelles d'actions, il inclut les titres publics, et les bons de privatisation. Étant donné que la principale source d'actifs qui peuvent être échangés sur les marchés de capitaux des économies en transition est constituée d'entreprises privatisées, on examinera également de manière assez détaillée le rôle et l'impact des programmes de privatisation dans ces pays.

Certains aspects importants du développement des marchés de capitaux ne sont pas traités dans ce rapport. Ainsi, bien que les mouvements de cours soient essentiels au succès de tout marché, nous n'étudierons pas l'évolution récente des cours. En revanche, notre attention se portera essentiellement sur le développement des institutions financières. Par ailleurs, nous ne proposons pas un modèle de développement des marchés de capitaux à suivre par tous les pays de la région. Outre qu'il faudrait pour cela davantage de temps, nous estimons aussi qu'il n'existe pas une façon unique de procéder. Différentes circonstances appellent différentes stratégies. Cela étant dit, l'analyse présentée ici pourrait s'avérer utile dans des contextes comparables.

Nous avons rencontré de nombreuses difficultés dans la rédaction de ce rapport. D'abord, la brièveté de nos séjours dans les pays étudiés ne nous a pas permis de comprendre pleinement la nature des différents environnements. Les informations sur lesquelles se fonde cette étude ont été recueillies lors de séjours à Bakou (Azerbaïdjan) du 20 au 27 juin 1998 et à Tachkent (Ouzbékistan) du 5 au 12 septembre 1998. Par ailleurs, étant donné le faible délai imparti à la rédaction et les difficultés de communication, il s'est avéré impossible de faire vérifier par des tiers tous les éléments présentés dans ce rapport. Ensuite, l'obstacle linguistique (on parle, en Azerbaïdjan comme en Ouzbékistan, deux langues différentes

outre l'anglais) a interdit à l'auteur de lire une grande partie des documents pertinents. Autre problème, l'environnement économique qui prévaut en Asie centrale est complexe et opaque, même pour les autochtones. Enfin, quelques-uns des sujets étudiés peuvent être qualifiés de « sensibles » et, de ce fait, leur compréhension n'a pas toujours été aisée. En dépit de toutes ces difficultés, nous pensons avoir décrit ici la plupart des principaux points qu'il faut connaître pour appréhender le développement des marchés de capitaux en Azerbaïdjan et en Ouzbékistan.

Cette étude s'articule en quatre parties, outre la présente introduction. Dans les deux parties suivantes, on décrira à tour l'état actuel de développement des marchés de capitaux en Azerbaïdjan puis en Ouzbékistan. A côté d'une description factuelle de chaque marché, nous donnerons un éclairage sur la perception qu'ont les habitants du fonctionnement effectif des marchés. Dans une autre partie, nous analyserons certains des enseignements que d'autres pays de la région peuvent tirer de l'expérience de l'Ouzbékistan et de l'Azerbaïdjan. La dernière partie présente une brève conclusion de notre étude.

L'Azerbaïdjan

En Azerbaïdjan, les marchés de capitaux commencent à peine à voir le jour. Il existe un certain flou sur les fonctions réelles et perçues des différents intervenants du marché, et on peut penser que ce flou ne manque pas d'être exploité à leur profit par certains acteurs. Cela a pu conduire à des situations tout à la fois inefficients et injustes. Nous allons examiner le développement des marchés sous cinq aspects : le marché des bons du Trésor et des autres titres de créance, les privatisations et le rôle du Comité de la propriété d'État (CPE), le Marché interbancaire des changes de Bakou (BICEX), quelques éléments de législation et de réglementation concernant les marchés de capitaux, et enfin un ensemble de problèmes que l'on peut décrire comme un mélange d'ignorance, de confusion et de corruption, réelle ou perçue.

Le marché des bons du Trésor et autres titres de créance

Le seul marché de titres de créance qui fonctionne actuellement en Azerbaïdjan est celui des bons du Trésor², ouvert en septembre 1996³. Les bons du Trésor sont de forme classique, c'est-à-dire qu'il s'agit de titres à valeur nominale sans coupons, vendus avec une décote. La Banque nationale d'Azerbaïdjan (NBA) agit pour le compte du ministère des Finances sur le marché.

C'est au BICEX que les bons du Trésor sont vendus par adjudication sur le marché primaire. Seuls sont habilités à passer des ordres les spécialistes en

valeurs du Trésor, et seules les banques peuvent être spécialistes en valeurs du Trésor. Les ordres sont classés par ordre décroissant et le ministère des Finances fixe un seuil en deçà duquel ils ne sont pas recevables. Tous les ordres supérieurs à ce niveau sont servis au prix demandé. Il existe deux types d'ordres : les ordres compétitifs et les ordres non compétitifs. Les ordres compétitifs sont servis au prix offert par les banques, ou ne sont pas servis. Les ordres non compétitifs sont servis au prix moyen accepté. Chaque spécialiste en valeurs du Trésor peut passer un ordre non compétitif sur un montant correspondant à 0.5 pour cent du volume total de la vente, plus 10 pour cent de la différence entre le montant de ses ordres compétitifs et 0.5 pour cent du volume total de la vente si ce montant est supérieur à 0.5 pour cent du volume de la vente. Un ou deux jours avant chaque adjudication, le ministère des Finances communique les modalités de l'émission à la Banque nationale d'Azerbaïdjan, qui les transmet au BICEX, lequel diffuse l'information à ses membres et aux médias. S'il reste des titres invendus, la NBA peut les mettre en vente sur le marché secondaire dans les jours qui suivent la vente sur le marché primaire. La NBA tente de mettre sur pied un système de transactions informatisé pour tous les spécialistes en valeurs du Trésor.

Actuellement, le BICEX est l'établissement de dépôt et de règlement des bons du Trésor. Il possède un compte auprès de la NBA, avec un sous-compte pour chacun des spécialistes en valeurs du Trésor, lesquels possèdent également leurs comptes à la NBA. Lorsqu'elle souhaite intervenir, en début de journée, avant l'ouverture du marché, chaque banque transfère les fonds nécessaires de son compte auprès de la NBA à son sous-compte BICEX. Les dépôts du sous-compte BICEX ne peuvent être utilisés que pour les transactions sur le BICEX. Le système d'adjudication vérifie si les participants disposent des fonds suffisants pour l'ordre qu'ils soumettent. Dans la négative, l'ordre n'est pas valable. La caisse de dépôt du BICEX comporte un compte pour chaque membre (appelé sous-dépôt), chaque compte étant divisé en deux : une section principale et une section de transaction. Avant le début de la journée, les banques doivent bloquer les titres qu'elles souhaitent céder en les transférant sur leur section de transaction. A la fin de la journée, l'établissement de dépôt communique leur position aux opérateurs. Le BICEX interdit la vente de titres à découvert. Il est projeté de transférer le rôle de caisse de dépôt des bons du Trésor à la Banque centrale. Le BICEX assure actuellement cette fonction sans frais.

La première séance expérimentale d'adjudication s'est tenue le 20 septembre 1996. Le premier calendrier régulier d'adjudications a été publié à la mi-1998, avec dix sessions prévues, soit une tous les dix jours environ. Le montant que l'État projetait de mettre en vente n'était pas précisé. Le montant total de bons du Trésor en circulation s'élève à environ 35 à 40 milliards de manats (soit environ \$10 à 12 millions en appliquant le taux de change de 3 500 manats

pour \$1). Les ventes nettes sont de l'ordre de \$25 à 30 millions. Au 20 juin 1998 s'étaient tenues onze adjudications de bons à échéance d'un mois et neuf adjudications de bons à échéance de trois mois. Les séances qui ont eu lieu entre le 5 avril et le 26 juin 1997 n'ont pas abouti car les soumissions des spécialistes en valeurs du Trésor étaient inférieures (ou bien leur rendement était supérieur) à ce qu'était disposé à accepter le ministère des Finances. Jusqu'à présent, les besoins de financement liés au déficit budgétaire ont été limités grâce aux revenus que l'État tirait de ses contrats de production pétrolière en co-entreprise avec des compagnies étrangères. La baisse des cours pétroliers pourrait bien changer la donne.

On comptait à l'origine 28 spécialistes en valeurs du Trésor, mais à la mi-1998, ils étaient moins de dix. Il s'agissait des banques qui tenaient le plus à leur licence de négociation et qui étaient en mesure de les conserver. En effet, si une banque est considérée comme inactive sur le marché, la Banque nationale d'Azerbaïdjan peut lui retirer sa licence. Par conséquent, si une banque ne compte pas intervenir sur le marché, il est préférable qu'elle ne demande pas de licence. Beaucoup d'établissements n'ont pas trouvé intéressant d'être spécialistes en valeurs du Trésor, et ce pour plusieurs raisons : le marché est étroit ; le marché secondaire est peu liquide ; les rendements ne sont guère attractifs ; les sessions d'adjudication sont peu nombreuses et leur calendrier est irrégulier ; enfin, même lorsqu'il y a vente, les ordres ne sont pas toujours servis, étant donné la volonté affichée par l'État de limiter les rendements. Par le passé, les rendements ont souvent été fixés à 11.98 ou 12.02 pour cent par le ministère des Finances, qui rechigne à payer plus que le taux de refinancement de la Banque nationale d'Azerbaïdjan (soit 12 pour cent). Pour justifier cette parcimonie, le ministère avançait que les banques n'avaient qu'à emprunter à ce taux, acheter des bons du Trésor et réaliser une marge d'arbitrage. On peut douter que cela soit possible, car d'importantes garanties étaient requises pour emprunter au taux de refinancement de la Banque centrale. Seules les institutions disposant d'une base de dépôts propre, et possédant donc d'importantes liquidités en manats, ont généralement trouvé intéressant d'être spécialistes en valeurs du Trésor.

Chaque transaction est soumise à un droit de timbre représentant 0.1 pour cent de l'achat, et à une commission au BICEX de 0.03 pour l'acheteur et autant pour le vendeur. Cela donne une taxation totale de 0.16 pour cent de la valeur des transactions. A l'origine, le BICEX prélevait une commission de 0.3 pour cent, mais elle a été ramenée à 0.1 pour cent début 1997, puis à 0.03 pour cent en août 1997. Si, pour les résidents azéris, l'investissement en bons du Trésor n'est pas imposable, les non-résidents doivent acquitter une taxe de rapatriement des fonds de 15 pour cent. Les principaux acheteurs de bons du Trésor ont été la caisse d'épargne (Amanat Bank), qui a souscrit jusqu'à 95 pour cent des titres lors de

certaines émissions, suivie par la Banque Internationale, qui a souscrit jusqu'à 40 pour cent des titres.

Le fonctionnement du marché a rencontré quelques problèmes. Le premier concerne l'accessibilité du marché. En particulier, les non-résidents n'étaient pas autorisés à détenir ces titres, mais il semble pourtant en avoir détenu. De plus, toute institution souhaitant être spécialiste en valeurs du Trésor devait avoir plus de 50 pour cent de son capital contrôlé par des Azéri. Mais, depuis le 4 janvier 1998, les non-résidents sont autorisés à acheter des bons du Trésor (décret n° 136) et toute banque habilitée à opérer en Azerbaïdjan a été autorisée à devenir spécialiste en valeurs du Trésor. La British Bank of the Middle East, filiale de la HSBC, a exprimé le souhait de devenir spécialiste en valeurs du Trésor. Jusqu'alors, il semble que les autorités craignaient que sa puissance financière ne lui permette de déterminer les prix du marché, et redoutaient de voir une banque étrangère exercer une domination sur tous les établissements financiers du pays.

Outre les bons du Trésor, d'autres émissions de titres ont été envisagées en Azerbaïdjan, mais elles n'ont pas abouti. La première opération remonte au 25 novembre 1997 ; il s'agissait d'une émission de billets de trésorerie. Les « Obligations des sept », comme on les a surnommées, étaient des obligations sans coupon garanties par sept banques du pays. L'opération, menée par AJG, une société de bourse implantée à Bakou, consistait en une émission de 7 milliards de manats (soit environ \$1.8 million), chaque banque garantissant un septième du principal. Il ne devait pas y avoir de caution solidaire. A l'origine, les banques avaient décidé cette émission pour trois raisons : pour participer à un événement dans l'histoire du pays, pour répondre à une suggestion de la Banque centrale, et parce que la perspective d'obtenir \$250 000 au taux prévu n'était pas pour leur déplaire. A l'origine, les sept banques voulaient emprunter à 15 ou 16 pour cent, mais elles ont par la suite accepté de porter le taux plafond à 18 pour cent. Pourtant, au moment de l'émission, une seule offre a été reçue, et pour un taux de 25 pour cent. Les titres n'ont donc pas été émis.

Les privatisations et le Comité de la propriété d'État

Bien que les privatisations aient été évoquées pour la première fois dès la fin de l'ère soviétique en 1991, le premier programme ne date que de 1995⁴. Un plan de privatisation pour 1995-1998 a été établi, et un organisme officiellement chargé de privatiser les biens de l'État a été mis sur pied, le Comité de la propriété d'État (CPE).

Un vaste programme de bons de privatisations a été lancé en mars 1997. Son objectif était de distribuer à chaque citoyen un carnet de quatre bons (parfois

appelés coupons ou chèques) qui pouvaient être utilisés pour acquérir des actifs privatisés. Les carnets de bons ont d'abord été distribués par l'intermédiaire des caisses d'épargne. Un total de 8 millions de carnets ont été émis, dont 7.2 millions ont été retirés. Le solde a été affecté au Fonds présidentiel ; il semblerait que 150 000 carnets soient maintenant distribués à des personnes qui ont droit à un carnet supplémentaire, ou à celles qui n'ont pas retiré le leur dans les délais. Le processus de privatisation s'est heurté à quelques difficultés. Les carnets ne pouvaient être retirés qu'en deux endroits, l'un et l'autre situés à Bakou. Le public n'a reçu que peu d'informations avant l'opération, aucune campagne de communication de masse n'ayant été organisée. Les bons pouvaient être retirés du 1^{er} mars au 15 août 1997 – délai que certains ont estimé trop bref – et les bons arrivent à expiration en août 2000. Nous allons examiner maintenant les mécanismes de la privatisation, les modalités de négociation des bons et la nature des entreprises privatisées.

En juin 1998, une nouvelle loi de privatisation était en cours d'élaboration, et le projet de loi a été diffusé pour commentaires. Les pouvoirs publics redoutent de voir une oligarchie s'approprier des pans entiers de l'économie azérie. Cette loi prévoira donc probablement que lors d'une émission publique sur le marché primaire, une entité ne peut pas prendre plus de 30 pour cent des actions, limite qui devrait être de 20 pour cent sur le marché secondaire.

Mécanismes de vente

La privatisation d'une entreprise se décompose en trois phases : une soumission cachetée fermée, réservée aux dirigeants et aux salariés de l'entreprise ; une adjudication de bons de privatisation, ouverte à tous, et une adjudication payable en numéraire, également ouverte à tous. Toutes les ventes sont organisées par le CPE. Une tranche maximum de 15 pour cent des actions de toute société privatisée est offerte dans le cadre de la souscription cachetée fermée, réservée aux dirigeants et aux salariés. Une tranche minimum de 55 pour cent des actions est attribuée dans le cadre de l'adjudication de bons de privatisation, et la dernière tranche (qui se monte généralement à 30 pour cent) est offerte dans l'adjudication en numéraire. S'il reste des actions à l'issue de la souscription fermée, elles sont offertes lors de la phase d'adjudication ouverte payable en bons de privatisation. Le CPE a la possibilité d'organiser plusieurs séances d'adjudication de bons de privatisation.

Pour les soumissions cachetées réservées aux dirigeants et aux salariés d'une entreprise, la procédure est la suivante : dirigeants et salariés soumettent leurs offres. Le nombre maximum d'actions que peut recevoir un soumissionnaire est égal au nombre d'actions offertes dans la soumission cachetée,

divisé par le nombre d'intervenants autorisés à participer. Le plus offrant est servi à hauteur de cette quantité. Les autres participants reçoivent un nombre d'actions égal au nombre de bons soumis par chacun, divisé par le nombre d'actions demandé par le plus offrant. Le seul moyen pour que les salariés reçoivent toutes les actions auxquelles ils peuvent prétendre est qu'ils soumissionnent tous pour le même nombre de bons. A défaut, ils perdent une partie des actions qui pourraient leur être attribuées, et celles-ci se voient incluses dans la tranche suivante.

Pour les adjudications publiques de bons de privatisation, le CPE publie le nom, la nature des sociétés vendues et les informations recueillies auprès des entreprises elles-mêmes (valeur comptable, chiffres de production et actifs matériels). Il existe des ordres compétitifs et des ordres non compétitifs. Dans les ordres non compétitifs, le soumissionnaire ne détermine que le nombre de bons qu'il souhaite apporter à la vente. Dans les ordres compétitifs, l'acheteur précise également le nombre d'actions par bon qu'il souhaite obtenir. Les personnes morales peuvent faire les deux catégories d'ordres, tandis que les particuliers ne peuvent présenter que des ordres non compétitifs. Une fois tous les ordres reçus, le CPE détermine le prix auquel les ordres non compétitifs seront servis. Ce prix correspond au nombre total d'actions, divisé par le nombre total de bons apportés. Les ordres compétitifs dont le prix est plus élevé (c'est-à-dire dont le ratio bons /actions est plus élevé que la moyenne) sont entièrement servis. Les ordres dont le prix est plus faible ne sont pas servis et les bons apportés sont restitués aux soumissionnaires. L'expérience montre que les ordres compétitifs sont rares. La première adjudication de bons de privatisation s'est tenue le 18 mai 1997. Les soumissionnaires devaient acquitter un paiement anticipé non remboursable d'un montant de 10 pour cent de la valeur estimée des actions vendues, l'estimation étant faite par le CPE à partir de la valeur comptable de l'entreprise.

Les non-résidents sont autorisés à participer au processus de privatisation, mais ils doivent acheter une « option » pour chaque bon qu'ils souhaitent apporter. Le CPE fixe le prix de ces options au premier jour de chaque mois, et les vend sur demande. Les non-résidents doivent également apporter un nombre déterminé d'options par action achetée lors de la vente en numéraire. Ce nombre dépend du ratio bons/action maximum réalisé dans les adjudications de bons de privatisation. Dans l'adjudication en numéraire, les ordres les plus élevés sont servis. Le prix de l'option a d'abord été fixé à 8 000 manats (soit \$2.05), avant d'être porté, en octobre 1997, à 16 000 manats (\$4.10), puis, en novembre 1997, à 100 000 manats (\$25.63)⁵. On peut aussi se procurer des actions au marché noir pour \$75. Le CPE a fixé à 100 000 le nombre maximum d'options par acheteur.

Négociation des bons de privatisation

Les bons de privatisation peuvent être négociés ou apportés aux adjudications. Les transactions peuvent se dérouler selon trois modalités : par l'intermédiaire de sociétés de bourse agréées, auprès de boutiques de bons de privatisation (il n'en existerait apparemment qu'une seule, qui n'a d'ailleurs jamais vendu de bons), ou au marché noir. Il existe quatre grands opérateurs sur le marché des bons. Ils ne jouent qu'un rôle d'intermédiaire et n'assurent pas de contrepartie. On estime qu'à la mi-1998, l'équivalent d'environ \$300 millions ont été investis en bons par des intervenants non-résidents. Environ 5 à 5.5 millions de carnets ont été achetés par des clients institutionnels. Environ 16 millions d'options ont été vendues et, comme chaque carnet compte 4 options, c'est donc 4 millions de carnets qui ont été vendus à des intérêts étrangers, les 1.5 million de carnets restants étant détenus par des nationaux. A la mi-1998, il y avait encore environ 1.5 million de carnets à échanger sur le marché et 500 000 dans le Fonds présidentiel. Le nombre de bons en circulation est en diminution, car on attend les grandes privatisations.

Au début du programme de privatisation, le CPE a fait savoir que la valeur totale des actifs à privatiser se montait à environ \$6.5 milliards. En émettant 8 millions de carnets de bons, le CPE valorisait implicitement le carnet à environ \$800 (soit $6.5 \times 10^9 / 8 \times 10^6$). Le premier cours a été de \$100 en mars 1997, pour tomber à \$10 en juillet 1997, avant de remonter à \$100 en novembre 1997 et de redescendre dans une fourchette de \$60 à 70 à la mi-1998. Les carnets ne peuvent être négociés que s'ils ont été intégralement payés en numéraire.

Jusqu'à présent, seule une société, Sigma, a voulu opérer en tant que Société d'investissement en bons. Lorsqu'elle a reçu son agrément, en mai 1998, plus de la moitié des entreprises étaient déjà privatisées. Elle a reçu 4 000 bons de 400 investisseurs, et comptait prendre des participations dans le cadre des adjudications. Le Directeur général avait obtenu du ministère des Finances l'autorisation d'intervenir en tant que professionnel sur le marché des titres ; la société avait aussi une autorisation à émettre des actions. Par la suite, le ministère retirera son agrément. Les tractations se poursuivent encore entre le Directeur général et le ministère des Finances au sujet de cette décision.

En janvier 1998, des bureaux d'enregistrement des sociétés par actions ont été créés, et l'enregistrement des transactions sur actions a démarré en mars 1998. Le Système national de dépôt de titres a été établi par le CPE pour faciliter les opérations de compensation et de règlement sur le marché. Actuellement, le CPE délivre aussi les agréments aux institutions de dépôt. Le seul élément du Système national de dépôt de titres qui soit en place est le Centre national de dépôt (CND). Le CND est une société par actions contrôlée à 100 pour cent par le CPE. Il

joue le rôle de bureau d'enregistrement et d'établissement de garde de toutes les actions des sociétés privatisées par le CPE. Le volume d'échanges d'actions d'entreprises privatisées enregistré par le CND a été faible, puisqu'il ne serait que de 500 entre novembre 1997 et mai 1998. Il est stipulé dans les statuts du CND que 49 pour cent de son capital peut être vendu, mais que 51 pour cent doivent rester aux mains de l'État. La qualité du logiciel utilisé par le CND a été mise en doute. Il semble en effet que Nikoil, société d'investissement russe en partie possédée par Lukoil et, dit-on, par des intérêts tchéchènes, aurait approché le CPE pour racheter 49 pour cent du CND, mais s'est vu opposer une fin de non-recevoir. Il n'existe guère d'autres infrastructures de compensation et de règlement des transactions sur actions.

Les sociétés à privatiser

A la mi-1998, 17 700 entreprises avaient été privatisées en Azerbaïdjan, dont environ 90 pour cent de petites structures de moins de 50 salariés. Au 18 mai 1998, 750 entreprises moyennes avaient été privatisées. La plus grande capitalisation s'élevait à \$10 millions, et la capitalisation moyenne s'établissait à \$1 million. Pour privatiser les grandes entreprises azéries, un décret présidentiel spécial est nécessaire, et aucune d'elles n'a été vendue jusqu'à présent. On peut citer parmi celles-ci Aztelecom (la société de télécommunications), la State Oil Company ou SOCAR (pétrole), Azeri Gaz (distribution de gaz), Azer Energy, la Banque internationale (qui devrait être privatisée d'ici la fin de l'année), le complexe d'aluminium de Ganja, divers actifs industriels et chimiques à Sumgait, ainsi que des entités de construction de pipelines et d'autres activités parapétrolières. Les investisseurs attendent que ces « joyaux de la couronne » soient mis en vente, mais nul ne sait quand cela se produira, selon quelles modalités l'opération aura lieu, ni si cela se fera par le système de bons de privatisations.

La Banque internationale est détenue à 50.2 par l'État. Une augmentation de capital de 8 milliards de manats est nécessaire. Selon le plan préliminaire, la BERD prendra pour 4 milliards de manats d'actions, le reste prenant éventuellement la forme d'une vente d'actions. Actuellement, il est prévu de vendre les actions contre du numéraire et non des bons, afin d'obtenir des capitaux pour la banque et aussi pour le budget de l'État.

Beaucoup de grandes entreprises connaissent de graves problèmes : leur consommation énergétique est trop élevée, car jusqu'à la fin de l'ère soviétique, elles payaient leur énergie bien au-dessous du prix du marché mondial ; la qualité de leurs produits laisse à désirer ; enfin leurs marchés étaient bien souvent liés à l'arbitraire soviétique et tendent à se réduire.

Le marché interbancaire des changes

Le BICEX, seule bourse qui fonctionne actuellement en Azerbaïdjan⁶, a été établi le 21 juin 1993 par les cinq principales banques d'État d'Azerbaïdjan (dont la BNA). D'autres bourses de valeurs ont existé auparavant, comme la Bourse de valeurs de Bakou (créée en 1991) et le Marché à terme de Bakou (1992)⁷, mais il n'est pas certain qu'ils aient jamais fonctionné, et ils ne sont actuellement pas en activité. Il semble également que le maire de Bakou ait récemment créé un marché appelé le Marché des Valeurs de Bakou, prévu pour négocier les obligations de la municipalité.

Le BICEX, institution à but non lucratif, se compose d'une section devises, d'une section crédits et d'une section valeurs mobilières. La section devises a été ouverte en 1993, et des adjudications de dollars se sont tenues régulièrement à partir du 26 août 1994. Elle comprend deux parties : le marché à la criée (animé par un « makler ») et le Marché organisé interbancaire des devises (MOID). Le marché à la criée est ouvert de 9 heures à 11 heures. La plupart des transactions portent sur le dollar. Chaque jour, le cours de la veille est « suggéré » comme cours initial d'équilibre. Si à ce niveau, la demande est supérieure à l'offre, le cours est relevé jusqu'à ce que l'équilibre soit trouvé. A l'inverse, si l'offre excède la demande, le cours est abaissé jusqu'à ce que l'offre et la demande s'équilibrent.

Le MOID ouvre à 11 heures du matin. Les banques présentent leurs soumissions et proposent de traiter les unes avec les autres dans les différentes monnaies. Selon les règlements de la BNA, les cours du MOID ne peuvent s'écarter de plus de 5 pour cent du cours d'équilibre atteint au BICEX le matin même. Le BICEX n'assure ni compensation ni règlement pour ces transactions ; chaque banque assume donc le risque de ses contreparties. Toutefois, le BICEX est en train de mettre sur pied une chambre de compensation afin de garantir les transactions et d'assurer l'anonymat sur le MOID. Depuis le 25 septembre 1997, les transactions sur le MOID sont assurées via un réseau informatique.

La BNA utilise la section crédit du BICEX pour alimenter le secteur bancaire en liquidités. Elle possède un système de transaction et de règlement doté de 28 terminaux à la Bourse. Les trois meilleurs ordres sont relayés à l'écran de même que les cours et les volumes des transactions exécutées. Les ordres sont alors rapprochés ; leur exécution partielle est possible. La section de crédit fonctionne depuis le mois de mars 1995.

La section des valeurs mobilières du BICEX a été fondée en avril 1996. Elle gère les marchés primaire et secondaire des bons du Trésor, ainsi que le marché des valeurs cotées et « pré-cotées ». Le Conseil de la Bourse a formulé une série de règles concernant la qualité de membre, la négociation, la cotation et les procédures en matière de transactions et de règlement. Pour éviter de restreindre

l'activité, la Bourse autorise que certaines sociétés ne satisfaisant pas aux critères de cotation (les sociétés « pré-cotées ») fassent tout de même l'objet de transactions. Il est possible de devenir membre de la section des valeurs mobilières depuis 1996 et, au 1er octobre 1997, le marché comptait 28 membres.

Jusqu'au mois d'avril 1998, le BICEX assurait une adjudication simple dans laquelle les participants soumettaient physiquement leurs offres d'achat et de vente sur le marché. Par la suite, le BICEX a installé un système informatisé permettant aux banques de soumettre leurs offres directement par ordinateur depuis leurs locaux. Il existe dans les banques 10 à 15 terminaux permettant de traiter sur tous les marchés gérés par le BICEX.

Depuis décembre 1997, seules deux valeurs sont cotées sur le BICEX : Azeri Gas Bank et Respublica Bank. En juin 1998, ces titres n'avaient fait l'objet que de trois transactions : une sur Azeri Gaz Bank et deux sur Respublica Bank. Chaque banque joue le rôle d'établissement de dépôt de ses propres titres et est chargée de transmettre au système les ordres de vente de ses actions. La transaction sur les titres d'Azeri Gas Bank portait sur 90 millions de manats, le prix nominal par action étant de 10 000 manats. D'après la presse, l'acheteur était la Rabita Bank. Sur les deux transactions portant sur des titres de Respublica Bank, l'une se montait à 480 millions de manats et l'autre à 38 millions de manats, toujours pour un prix nominal par action de 10 000 manats. La plupart des membres de la section des valeurs mobilières du BICEX sont des banques, peu désireuses d'acheter à leurs concurrentes. Les titres sont dématérialisés. La société de Bourse AJG publie les ordres d'achat et de vente d'actions des sociétés privatisées, qui sont relayées sur les écrans du BICEX et sur son site web. L'établissement de dépôt que le BICEX utilise pour les bons du trésor n'est pas le même que pour les actions. Il existe un établissement de dépôt et une chambre de compensation réservés aux valeurs cotées. En réalité, le marché est inexistant, puisqu'il ne comporte que deux valeurs cotées et que les échanges d'actions de privatisées sont très faibles.

La Bourse d'Istanbul aurait signé un protocole d'accord visant à doter le BICEX de l'équivalent de \$1.5 million de dollars de matériel et de formation en vue de la création d'un marché boursier. L'établissement d'une telle institution devrait prendre deux ou trois ans.

Lois et règlements

Les marchés de capitaux sont régis par des lois et règlements provenant de trois instances : le ministère des Finances, la Banque nationale d'Azerbaïdjan et le Comité de la propriété d'État. L'ancienne loi sur les valeurs mobilières, qui semble fortement inspirée de la législation soviétique, stipule que le ministère

des Finances doit assurer la protection des actionnaires, veiller à l'enregistrement de tous les titres, délivrer des agréments aux professionnels des marchés (courtiers, opérateurs) et assurer la surveillance des marchés. Le ministère des Finances a fait savoir que les bons de privatisation étaient des valeurs mobilières, et que leur négociation était réservée aux participants ayant reçu l'agrément du ministère.

Toutefois, un décret présidentiel stipule que le Comité de la propriété d'État est chargé des privatisations ; à ce titre, entre autres attributions, il supervise le marché des bons de privatisation. Or, le Comité de la propriété d'État estime que c'est à lui qu'il incombe de délivrer aux entreprises les agréments pour intervenir sur le marché des bons de privatisation et que l'agrément du ministère des Finances n'est pas nécessaire. Le Premier ministre, estimant que l'agrément de deux instances différentes n'aurait être requis pour un même intervenant, a confié au Comité de la propriété d'État la mission de délivrer les agréments. Le caractère légal ou non des transactions hors bourse sur les bons de privatisation est actuellement discuté. Le Comité de la propriété d'État n'ignore pas que des intervenants non agréés sont actifs, mais laisse faire le plus souvent, estimant que ces échanges seraient difficiles à empêcher et considérant que des intervenants acquièrent une expérience utile du fonctionnement des marchés. Il règne une grande incertitude quant au rôle des « boutiques d'actions ». Si les bons de privatisation ne peuvent pas être échangés hors marché, en toute logique, ils devraient l'être dans des lieux spécialisés comme les boutiques d'actions, mais la nature de ces établissements semble assez floue. Quant aux banques, le programme de privatisation leur interdit les transactions sur les bons.

La réglementation des OPCVM n'est pas moins confuse. Il semble que l'agrément du ministère des Finances et du Comité de la propriété d'État soit requis. Ces organismes sont régis par un décret présidentiel général, ainsi que par un texte réglementaire du Conseil des ministres, approuvé par le décret présidentiel.

Le FMI a préconisé l'adoption d'une nouvelle législation sur les valeurs mobilières, et un projet de loi finalisé a été signé par le Président et soumis au Parlement à la mi-1998. Toutefois, les parlementaires ont estimé que le projet contenait trop d'imperfections et devait être révisé. La nouvelle loi est en fait essentiellement une loi-cadre énonçant les principes généraux de réglementation des marchés. L'un de ses points principaux est l'établissement d'une nouvelle commission des valeurs chargée de réglementer le fonctionnement des marchés. D'après la nouvelle loi, la commission des valeurs relève de l'exécutif, c'est-à-dire qu'elle est sous l'autorité du Président, qui détient le pouvoir exécutif. Il est probable que le Président fera en sorte que la Commission soit indépendante du ministère des Finances, du Comité de la propriété d'État, de la Banque nationale et du BICEX. Les fonctions de cette instance n'ont pas encore été établies : on

ignore si elle se bornera de publier de grandes orientations ou si elle assurera un contrôle actif et la réglementation des marchés.

Les avis divergent entre différents acteurs du marché – qu'ils appartiennent aux pouvoirs publics ou au secteur privé – quant à la structure qui devrait administrer la Bourse des valeurs et l'établissement de dépôt. Le projet de loi sur les valeurs mobilières interdit aux marchés des changes d'assurer des transactions sur des actions. Si l'on crée un marché boursier, il faudra donc qu'il soit distinct du BICEX. Ce dernier fait toutefois valoir qu'il dispose déjà des infrastructures nécessaires et devrait donc être autorisé à créer le marché boursier. Le Comité de la propriété d'État souhaite également gérer la Bourse, tout en continuant d'administrer le Centre national de dépôt. Beaucoup d'observateurs considèrent que l'établissement de dépôt ne saurait être administré par une organisation qui figure parmi les principaux acteurs du marché, et qu'une même instance ne peut tout à la fois réglementer les établissements de dépôt et être opérateur de l'un d'eux.

Ignorance, confusion et sentiment de corruption

Dans le domaine des privatisations et des marchés financiers en Azerbaïdjan, l'ignorance et la confusion règnent et alimentent un sentiment de corruption endémique. Citons six exemples de cet état d'esprit :

- La coexistence de lois incompatibles émanant du ministère des Finances, de la Banque nationale d'Azerbaïdjan et du Comité de la propriété d'État atteste d'une certaine confusion quant à l'instance qui supervise les marchés et les organismes autorisés à opérer. On rapporte que certains fonctionnaires exploitent cette incertitude et monnaient l'octroi des agréments.
- On ignore comment et à qui les bons alloués au Fonds présidentiel seront attribués.
- La rumeur publique fait état de fraudes lors des adjudications organisées par le Comité de la propriété d'État. L'information publiée sur les sociétés à privatiser est souvent perçue comme incomplète, non pertinente ou trompeuse. Si une personne souhaite racheter une société privatisée, on prétend qu'il lui faut passer par le CPE qui, moyennement paiement, lui communiquera le montant des autres soumissions. On rapporte que les véritables transactions ont lieu avant les séances d'adjudication, qui ne servent en fait qu'à les entériner. Par exemple, la rumeur veut que pour une entreprise qui aurait été payée \$1.2 million, le CPE n'aurait reçu lors de l'adjudication que \$100 000 en bons. Le solde aurait été versé par une autre voie. On répète également que, si

on n'a pas conclu un marché préalablement, autant s'abstenir de faire une soumission.

Le Comité de la propriété d'État a pris plusieurs mesures afin de faire obstacle à la corruption. Pour éviter les fuites sur les soumissions, les informations sur les sociétés qui vont être vendues à chaque session d'adjudication ne sont diffusées que deux semaines avant la vente : les soumissions lors d'une même vente seront réparties entre plusieurs opérateurs du Comité de la propriété d'État, et les plis contenant les soumissions sont ouverts trois heures après leur dépôt. Le CPE, conscient que de sérieux doutes pèsent sur le mécanisme des enchères, demande toutefois ce qu'il lui faudrait faire si un trop petit nombre de bons sont offerts pour l'achat d'une société. Le CPE ne peut demander aux soumissionnaires effectifs et potentiels d'en offrir davantage.

- Vu la méconnaissance du rôle des actions par une grande partie du public, la pauvreté et la situation extrêmement dépendante des salariés, il est plausible que, souvent, les dirigeants des entreprises aient convaincu les salariés de leur céder leurs actions dans des conditions inéquitables.
- On pense que le processus de privatisation s'est traduit par une répartition des biens des actifs encore plus inéquitable qu'auparavant. Les acquéreurs d'actifs de bonne qualité se recruteraient essentiellement parmi les fonctionnaires ou les clans proches du pouvoir.
- Les droits des actionnaires minoritaires seraient largement bafoués. Aux termes la législation actuelle, si un actionnaire contrôle plus de 75 pour cent du capital d'une société, il peut ne tenir aucun compte des droits des actionnaires qui détiennent les 25 pour cent restants.

Ouzbékistan

Les marchés financiers d'Ouzbékistan dénotent une situation paradoxale. D'une part, force est de constater que, sur une période relativement brève, l'Ouzbékistan a réussi à mettre sur pied la plupart des institutions considérées comme nécessaires au fonctionnement de marchés de capitaux. En outre, le discours politique sur les marchés de capitaux est plutôt favorable quant aux bienfaits qu'ils peuvent apporter à l'économie⁸. Cela dit, la manière dont les marchés financiers ouzbeks fonctionnent effectivement diffère si singulièrement de ce qui est généralement jugé souhaitable que l'on est en droit de se demander s'ils fonctionnent réellement. De plus, l'État, qui s'en tient à une politique des petits pas dans la réforme de l'économie, s'est montré plus que réticent à abandonner son emprise sur les entreprises ou à laisser les marchés déterminer les prix et

les volumes⁹. Ainsi, le développement des marchés financiers est lourdement handicapé par la non-convertibilité de la monnaie imposée par l'État¹⁰. L'examen de ces grandes questions économiques dépasse toutefois le cadre de la présente étude.

Quatre aspects du développement des marchés de capitaux ouzbeks seront abordés ici : le marché des bons du Trésor, le rôle et le fonctionnement des principales institutions des marchés de capitaux, le processus de privatisation et une série de problèmes que l'on peut attribuer à une combinaison d'ignorance, de confusion et de corruption, réelle et perçue. On ne présentera pas ici d'analyse des lois et règlements qui régissent les marchés des valeurs en Ouzbékistan, car ils sont très nombreux (en 1994, par exemple, plus de 34 principaux actes normatifs concernant la Bourse ont été édictés) et l'auteur n'a pu se les procurer en traduction anglaise¹¹. De plus, comme on le verra plus loin, il y a tout lieu de douter que cette législation soit appliquée.

Le marché des bons du Trésor

Il existe en Ouzbékistan un marché des bons du Trésor qui, au premier abord, paraît fonctionner de façon classique¹². Tout comme en Azerbaïdjan, les bons du Trésor sont à valeur nominale sans coupons et vendus avec décote par adjudication sur le marché primaire. Les spécialistes en valeurs du Trésor les achètent à la Banque centrale, qui agit pour le compte du ministère des Finances. Les adjudications, les transactions, la compensation et les règlements sont effectués par le Republican Currency Exchange (RCE), dont la Banque centrale est l'un des propriétaires. Chaque mois se tiennent une adjudication de bons à 3 mois et une adjudication de bons à 6 mois. La première vente de bons à 3 mois a été organisée en mars 1996 et la première vente de bons à 6 mois un an plus tard. Il est prévu d'émettre des bons du Trésor à plus longue échéance (jusqu'à un an) d'ici à la mi-1999. Seuls les résidents sont autorisés à acheter des bons du Trésor.

Théoriquement, le ministère des Finances propose lors de chaque adjudication 5.5 milliards de soums en bons du Trésor (au taux de change officiel de 210 soums pour 1 dollar, cela équivaut à \$26 millions). Mais en réalité, le ministère n'accepte généralement d'ordres que pour une quantité de titres très sensiblement inférieure au montant des ordres, soit de vente, soit d'achat. Par exemple, il pourra n'accepter que pour 3.5 milliards de soums de bons du Trésor. Le restant sera ensuite généralement écoulé le lendemain sur le marché secondaire à des prix plus élevés que le niveau des ordres du marché primaire. Apparemment, les spécialistes en valeurs du Trésor reçoivent des instructions quant aux volumes et aux prix des ordres qu'ils doivent passer lors des adjudications. Ainsi, ce

processus d'adjudication ne sert pas vraiment à déterminer les rendements, car ceux-ci sont fixés à l'avance par le ministère des Finances.

Comme il n'existe guère d'autres options d'investissement, les bons du Trésor deviennent un peu plus attrayants, malgré une rentabilité nette négative de -23 pour cent, soit un rendement de 17 pour cent dans un contexte d'inflation à 30 pour cent. Assez récemment, les rendements ont baissé, et ce, semble-t-il, pour deux raisons. Coté demande, les entreprises ne disposent pas des devises étrangères suffisantes pour se procurer les biens nécessaires et se retrouvent avec une capacité de production excédentaire ainsi qu'un surplus de liquidités en soums. Coté offre, on a assisté à un afflux de crédits directs aux entreprises, qui a été récupéré sous forme d'impôt par le ministère des Finances, ce qui a permis une réduction du déficit budgétaire et a diminué les besoins de collecte de fonds par le placement de bons du Trésor.

Le marché secondaire se caractérise par une absence totale de liquidité. Certes, il existe au RCE un système de transactions automatisé sur lequel les opérateurs peuvent passer leurs ordres de vente et d'achat, mais il s'agit généralement de faibles montants (5 à 10 millions de soums). Il arrive aussi qu'un ordre ne puisse pas être servi. En juin 1998, seuls 25 pour cent des titres en circulation étaient aux mains du public ou d'établissements non bancaires. Ceci s'explique par trois facteurs : i) le faible rendement des bons du Trésor par rapport à l'inflation et la forte rentabilité de la détention de liquidités en dollars ; ii) l'interdiction faite aux banques de vendre des obligations au public en dehors d'adjudications ; iii) l'inexistence d'opérations de mise en pension entre banques et particuliers sur les bons du Trésor détenus par des banques.

Principales institutions du marché

Quatre institutions jouent un rôle central dans le fonctionnement du marché des valeurs mobilières en Ouzbékistan : le Goskomimushestvo (Comité de la propriété d'État, ou GKI), le Centre de contrôle et de coordination du marché des valeurs mobilières (CCCMVM), le « Tashkent » Republic Stock Exchange (TRSE), et l'Établissement national de dépôt, ou VAKT. Le GKI sera traité en détail dans la section consacrée à la privatisation.

Le Goskomimushestvo et le Centre pour la coordination et le contrôle des marchés des valeurs mobilières

Le Goskomimushestvo (GKI) est l'organisme public chargé des privatisations et constitue de ce fait le premier détenteur d'actions du marché et le premier vendeur d'actions via le processus de privatisation. Il exerce également un contrôle de fait sur les autres grandes institutions du marché : CCCMVM, TRSE et VAKT.

Créé en fin 1995, le CCCMVM a été officiellement fondé le 25 mars 1996 par décret présidentiel. Il s'agit d'une section du GKI, qui a remplacé la Commission d'État pour les valeurs mobilières, laquelle relevait du ministère des Finances. Le Président du CCCMVM est Vice-président du GKI. Le directeur du CCCMVM est nommé par le Conseil des ministres (présidé par le Président de la République) et non par le président du GKI, ce qui rend cet organisme théoriquement indépendant du GKI. En pratique, on constate toutefois que le président du GKI a un pouvoir considérable, sinon absolu, sur le CCCMVM.

Les attributions et les fonctions du CCCMVM sont larges. C'est lui qui propose les lois, les règlements et les ordonnances relatifs au fonctionnement des marchés de valeurs. Il est chargé de l'agrément et de l'enregistrement des acteurs du marché, qui sont actuellement au nombre de 360 : sociétés de bourse, organismes d'enregistrement, sociétés d'investissement, sociétés de gestion de trésorerie, établissements de dépôt et conservation de titres. Il enregistre tous les titres émis sur le marché (plus de 5 000 jusqu'à présent). Il assure de nombreuses fonctions de contrôle et d'inspection et doit veiller à la protection des actionnaires. De plus, comme on le verra plus loin, le CCCMVM est le principal coordinateur du programme de Fonds d'investissement de privatisation (FIP)¹³.

Le CCCMVM exerce une étroite surveillance sur tous les éléments de l'infrastructure financière du pays – notamment la Bourse et l'établissement national de dépôt, ainsi que la nouvelle chambre de compensation, Elsis Clearing, dont la création est envisagée. Officiellement, il définit la stratégie des diverses instances opérant dans ce cadre global. En réalité, toutes les décisions importantes sont prises par le CCCMVM, et à travers lui par le GKI. La Bourse, l'établissement national de dépôt et Elsis Clearing sont tous situés dans le même bâtiment que le CCCMVM.

L'autonomie du CCCMVM vis-à-vis du GKI est l'un des principaux sujets débattus actuellement. Nul ne conteste en effet que l'on soit en présence d'un conflit d'intérêt puisque le CCCMVM est à la fois l'autorité de régulation du marché et l'établissement souscripteur dans la vente des actions du GKI. Pourtant, le Président de la République aurait déclaré en mai 1997 qu'il serait prématuré d'accorder l'autonomie au CCCMVM et ne s'est plus prononcé sur la question depuis. Le CCCMVM est directement financé sur le budget de l'État et n'a pas d'autres ressources.

Le « Tashkent » Republican Stock Exchange

La division actions du « Tashkent » Stock Exchange a été fondée en 1991¹⁴. En avril 1994, elle est devenue le « Tashkent » Republican Stock Exchange (TRSE), société par actions à capital fermé, dont le capital a ensuite été ouvert en 1998,

c'est-à-dire qu'elle peut désormais compter plus de 50 actionnaires. Jusqu'en 1996, les transactions se déroulaient à la criée. La Bourse ensuite emménagé dans de nouveaux locaux et a adopté un système de transactions automatiques avec accès à distance, via satellite, depuis toutes les régions d'Ouzbékistan. Le TRSE organise des adjudications quatre jours par semaine (du mardi au vendredi) de 10 h à 12 h 30. Les transactions sont compensées l'après-midi. Le GKI possède 8 pour cent du capital du TRSE et en finance entièrement le fonctionnement. Actuellement, 270 sociétés de bourse sont inscrites auprès du TRSE. Elles sont les seules à disposer d'un siège et à pouvoir intervenir directement sur le marché. Quelques banques commerciales ont un agrément de société de bourse et un siège au TRSE.

Apparemment, le système est calqué sur celui des adjudications classiques¹⁵. Un vendeur passe un ordre assorti d'un volume et d'un prix, puis les acheteurs peuvent passer des ordres à des prix inférieurs ou exécuter les transactions au prix demandé par le vendeur. Si la demande est supérieure à l'offre, théoriquement, le prix est automatiquement relevé par paliers jusqu'à ce qu'offre et demande s'équilibrent. Toutefois, à l'examen, l'algorithme actuellement utilisé par le système informatique ne semble pas fonctionner tout à fait ainsi. Pour qu'un investisseur puisse traiter sur ce marché, il doit transmettre un ordre à un courtier. Celui-ci communique l'ordre au système de transaction automatique et tente de trouver une contrepartie. Il n'est toutefois pas possible d'utiliser le système informatique pour rechercher tous les ordres de vente et d'achat sur un titre donné comme on pourrait le faire dans n'importe quel système d'adjudication. On ne peut consulter les ordres que courtier par courtier. Autrement dit, si un courtier souhaite savoir quels sont les ordres d'achat et de vente sur une valeur donnée, il est obligé de consulter les ordres d'achat et de vente de tous les autres courtiers du marché. Dans la pratique, pour chaque titre, il y a très peu de courtiers intéressés. Le travail d'un courtier revient donc dans une large mesure à savoir quels courtiers sont intéressés par quelle valeur.

Les données dont on dispose sur le volume des transactions sont difficiles à interpréter. En 1997, plus de 5.4 millions d'actions de 1 034 sociétés par actions se sont échangés sur le marché, pour un montant total de 2.3 milliards de soums. Plus de 664 000 investisseurs seraient devenus actionnaires. Les seuls titres à être négociés en bourse sont encore les actions de sociétés privatisées. Le deuxième trimestre 1998 a compté 50 séances de bourse et 547 transactions, pour un volume total d'échanges de 352.8 millions de soums (soit \$3.3 millions)¹⁶. Cela donne en moyenne 10 transactions par jour, pour une valeur moyenne de 650 000 soums (soit \$6 000). Au premier trimestre, le marché secondaire n'a représenté que 4.6 pour cent de l'activité du TRSE, le reste étant constitué par le placement de nouvelles émissions par le GKI. Au deuxième trimestre, 32.7 pour cent des échanges relevaient du marché secondaire. Le volume des échanges de gré à gré

est plus élevé que celui des transactions sur le marché, mais on ne dispose pas de données chiffrées sur son importance.

Les transactions sur le marché coûtent plus cher que les échanges de gré à gré. L'établissement national de dépôt prélève une commission de 1.5 pour cent, le TRSE perçoit 1 pour cent, et le courtage peut atteindre 2.5 pour cent. Un décret présidentiel a exempté de taxes toutes les transactions entre 1992 et 1994.

Récemment, le TRSE a fixé une série de critères d'admission à la cote considérés comme étant particulièrement restrictifs concernant le volume des échanges, le capital accumulé, le capital libéré, le nombre d'actionnaires et la durée d'existence de l'entreprise. 38 sociétés ont été identifiées comme satisfaisant à ces critères. Le TRSE est utilisé pour la vente par adjudication de sociétés publiques. Les introductions en bourse par le GKI de sociétés privatisées sont assorties d'un régime de publicité bien moins strict que les autres valeurs cotées au TRSE. Il semble que les sociétés de Bourse achètent le droit d'intervenir en tant qu'agents du GKI pour les adjudications sur le marché primaire, ce droit étant lui-même attribué au plus offrant. Les courtiers perçoivent du GKI une commission de 1 pour cent pour toutes les actions vendues.

L'Elsis Savdo, un nouveau système informatisé de négociation d'actions hors marché a été conçu pour permettre les transactions de faibles montants pour un prix relativement modique, sans intermédiation financière. 5 pour cent de cette société appartiennent au TRSE, et 5 pour cent à l'établissement national de dépôt ; le reste serait aux mains de deux investisseurs privés. Pour stimuler le développement du système, le GKI se serait engagé à vendre jusqu'à 5 pour cent du montant total de ses actions par Elsis Savdo. Le règlement serait assuré par la Promstroï Bank, laquelle ne percevrait pas de commission de compensation. L'existence de l'Elsis Savdo est encore largement ignorée du public.

La plupart des titres sont dématérialisés. Actuellement, les échanges de gré à gré et hors marché nécessitent le versement anticipé d'un dépôt de 100 pour cent. Le dépôt n'est que de 30 pour cent pour les achats d'actions du GKI effectués sur le marché. Il n'existe actuellement pas de système de livraison contre paiement. Une nouvelle société, Elsis Clearing Centre, a été créée pour assurer la compensation et les règlements.

Il semble que le fonctionnement de ce marché se heurte à une série de difficultés. Les échanges reposent uniquement sur des motivations stratégiques, c'est-à-dire qu'une fois qu'un acheteur intéressé a réuni un bloc de titres, la liquidité du marché disparaît. Les sociétés cotées ne divulguent pas d'informations pertinentes ou d'états financiers. Le marché secondaire est très peu liquide.

L'établissement national de dépôt, ou « VAKT »

L'établissement national de dépôt (VAKT) a été fondé en 1994. Il tient à jour le registre des quelque 5 000 sociétés par actions privatisées, gère le transfert des titres et administre en outre 725 000 comptes clients appartenant à des personnes morales, des personnes physiques et des sociétés d'investissement. 58 pour cent des actions du VAKT appartiennent au GKI, 30 pour cent à des investisseurs institutionnels et le reste à des personnes physiques. Actuellement, le VAKT administre 98 pour cent de tous les comptes titres clients. Peu après la clôture du marché, il reçoit des acheteurs, des vendeurs et des sociétés de bourse leurs bordereaux des transactions sur papier, et les traite soit sur-le-champ soit le lendemain.

Lorsqu'une transaction est exécutée sur le marché, le VAKT transfère les actions depuis un compte bloqué au nom du vendeur sur un compte vendeur. L'acheteur transfère alors le montant de l'achat sur le compte bancaire du vendeur. Le transfert des liquidités se déroule à l'extérieur du système, selon les modalités convenues entre les parties. Les transferts de titres sont effectués en règlement brut à l'initiative du vendeur. Comme le souligne Berg, le système présente un défaut : « la partie de la transaction qui va jusqu'au transfert des fonds demande théoriquement cinq jours, alors que la partie de la transaction qui va depuis le transfert des fonds jusqu'à la livraison des titres devrait prendre trois jours. Dans la réalité, le traitement prend plus de temps, car chacune des parties souhaite retarder au maximum le moment où elle se sépare de son bien (titres ou espèces) et ces retards ne donne pas lieu au versement de pénalités¹⁷ ».

A l'avenir, il est prévu d'établir une structure à deux niveaux pour la fonction de dépôt. Le VAKT continuerait à tenir le rôle d'établissement de dépôt pour toutes les actions du GKI jusqu'à ce qu'elles soient vendues, et assurerait également le traitement des transactions sur le marché boursier. Les comptes clients devraient être tenus par des établissements de dépôt commerciaux, actuellement au nombre de 18, dont quelques banques. Si deux clients traitent ensemble et que leurs comptes sont auprès de deux institutions de dépôt différentes, les titres devront être transférés par l'intermédiaire du VAKT. En revanche, si les deux clients ont leur compte auprès du même établissement commercial de dépôt, les transferts qui interviennent entre eux ne nécessiteront pas de passer par le VAKT.

Le VAKT assurera également d'autres fonctions. Si un établissement de dépôt commercial fait faillite, le VAKT reprendra ses comptes clients. Tous les titres détenus par des FIP resteront au sein du VAKT, comme on le verra plus loin. Les fonds d'assurance maladie et les fonds de retraite qui seront créés seront également tenus d'avoir un compte auprès du VAKT.

Privatisations

Nous examinerons ici quatre aspects du processus de privatisation en Ouzbékistan : les trois « étapes » de la privatisation, les types d'actionnariat souhaités par l'État, le programme de Fonds d'investissements de privatisation (FIP), et enfin quelques-uns des problèmes rencontrés par le programme FIP.

i) Les trois étapes

Le programme de privatisation en Ouzbékistan a été divisé en trois étapes. La première, qui a démarré en 1992, consistait dans la vente d'actifs de taille modeste : commerces, magasins, logements. Il semble que l'État ait mis en place divers mécanismes d'incitation à cet effet : toute partie du salaire investie en actions était exemptée d'impôts, toutes les transactions en actions étaient également exemptées d'impôts, et les actions pouvaient être achetées avec des fonds non liquides.

La deuxième étape, entreprise dès 1994, consistait à transformer en sociétés et à privatiser des entreprises de taille moyenne et quelques grandes entreprises. Il fallait modifier la forme juridique des entreprises d'État pour en faire des sociétés de type classique, généralement des sociétés anonymes. 11 800 entreprises furent ainsi constituées en sociétés, dont 20 pour cent ont ensuite été « privatisées ». Dans le contexte de l'Ouzbékistan, le terme « privatiser » n'a pas son sens habituel : il suppose en effet que le GKI conserve 30 pour cent ou moins des actions des sociétés. Le reste est soit vendu soit distribué d'une autre manière par l'intermédiaire du TRSE aux fonds d'investissement et à divers organismes publics (ministères), ou parapublics (associations et les organisations commerciales), comme les banques d'État. Une partie des actions est également distribuée aux salariés.

Le GKI est tenu d'essayer d'abord d'écouler ses actions sur le TRSE et, seulement en cas d'échec, à les vendre sur le marché de gré à gré. Les non-résidents qui souhaitent acheter des actions doivent payer en devises, mais le marché boursier n'est pas équipé pour recevoir de tels paiements ; il leur faut donc impérativement traiter avec le GKI.

Jusqu'en 1998, le produit des privatisations était directement affecté au budget de l'État, mais en vertu d'un décret présidentiel du 4 juillet 1998, les recettes des privatisations peuvent être utilisées pour restructurer les sociétés privatisées. Cette disposition s'appliquait jusqu'au début 1999, ce qui constituait une forte incitation à privatiser avant la fin de l'année.

La troisième étape du processus de privatisation concernait les grandes entreprises d'État et devait démarrer en 1996. Il était prévu de procéder au cas par

cas, en élaborant un plan de privatisation spécifique à chaque grande entreprise. Force est de constater que, jusqu'à maintenant, le gouvernement a été lent à lancer le programme : aucune des sociétés concernées n'a encore été vendue. Bien que le gouvernement ait accepté le principe de faire appel à des consultants internationaux et de céder quelques-unes des grandes entreprises, en pratique il n'en a rien fait. Par ailleurs, les prix que l'État entend fixer pour ces entreprises sont trop élevés. Ainsi, pour Almalyk Mining, grande exploitation minière qui figure en tête de la liste des grandes entreprises privatisables, le GKI aurait exigé \$400 millions pour une participation de 40 pour cent, les acheteurs étant en outre tenus d'investir \$400 millions supplémentaires dans la société. Comme il apparaissait qu'on ne trouverait pas d'investisseur avec de telles modalités, la participation cédée a été portée à 46 pour cent, seuil inférieur à la majorité de contrôle. Les investisseurs étrangers jugeaient l'addition trop lourde étant donné la baisse des prix des principaux métaux produits par l'entreprise et les stocks de déchets dangereux accumulés.

ii) Structure d'actionnariat souhaitable

Dans le processus de privatisation, l'État ne se contente pas de vendre les actifs de sociétés publiques à quiconque souhaite en faire l'acquisition. Depuis 1995, il s'efforce de garder un droit de regard sur les personnes ou les entités qui accède à la propriété des actifs des sociétés du pays. A cette fin, il a distingué quatre catégories de propriétaires : les « collectifs » (direction et salariés), le GKI, les non-résidents, et les autres, et a précisé de manière informelle le pourcentage des sociétés privatisées qui devrait revenir à chaque catégorie.

Le contrôle de l'État sur la structure de l'actionnariat a suscité une crise le 26 février 1997, quand le Conseil des ministres a publié un rapport faisant état d'irrégularités dans le processus de privatisation administré par le GKI, et notamment en ce qui concerne la répartition des actionnaires¹⁸. A la suite de recherches effectuées en mars 1997 par le ministère des Finances, il s'avéra que des participations dans plusieurs centaines d'entreprises n'avaient pas été cédées conformément aux ratios officiels. Dans plus de 75.1 pour cent des entreprises privatisées considérées, plus de 75 pour cent des actions étaient aux mains des anciens dirigeants (ou d'autres personnes liées à l'entreprise). Dans 6.5 pour cent seulement des entreprises examinées, des personnes autres que les anciens dirigeants ou des personnes liées à l'entreprise détenaient plus de 51 pour cent des actions. Très souvent, les anciens dirigeants ou des personnes liées à l'entreprise avaient rachetées des actions aux salariés, parfois avec le fonds de roulement de l'entreprise, ses bénéfices non distribués, ou de crédits directs de l'État, autant de sources de financement qui appartenaient à la société elle-même, et non aux personnes qui s'en appropriaient le contrôle.

Le 31 mars 1997, le Président a pris une résolution aux termes de laquelle toutes les actions que l'État avait pu perdre au profit d'autres entreprises publiques devaient être « rétablies » à leur niveau antérieur, c'est-à-dire que le pourcentage d'actions détenues par l'État devait être ramené à certaines proportions spécifiées¹⁹. Le Président a fixé à 25 pour cent au maximum le pourcentage d'actions des sociétés privatisées pouvant être possédées par l'État (c'est-à-dire administrées par le GKI), à 26 pour cent au maximum le pourcentage pouvant être attribué à la direction et aux employés, et à 25 pour cent au minimum le nombre d'actions réservé à des investisseurs étrangers, le reste devant être vendu librement sur le marché des titres. Plusieurs mesures ont été proposées pour atteindre l'actionnariat souhaitable. La première consistait à vérifier si une personne ou une organisation possédait un pourcentage d'actions supérieur au total admis pour sa catégorie, auquel cas, ses achats d'actions seraient invalidés. Une autre technique consistait à diluer les participations jusqu'à ce que l'État se retrouve de nouveau avec la participation minimum requise.

Quand le GKI a mis en œuvre la résolution du Président en avril 1997, il l'a appliquée à toutes les entreprises privatisées, imposant aux sociétés dont la structure n'était pas conforme d'émettre des actions nouvelles qui étaient reprises par l'État, ce qui avait pour effet de diluer les participations des dirigeants et des personnes privilégiées, mais aussi celles de tous les autres actionnaires. Quels que soient les abus qu'aient pu commettre les uns et les autres pour acquérir leurs participations, il s'agissait donc d'une re-nationalisation de fait de beaucoup de ces entreprises par l'État. Officiellement, cette mesure visait à empêcher des éléments criminels de prendre le contrôle d'entreprises²⁰. La mise en œuvre de ce texte aurait été contestée à plusieurs reprises devant les tribunaux.

iii) Les fonds d'investissement de privatisation

Un programme de privatisation de masse a été lancé en juin 1996 avec l'établissement des Fonds d'investissement de privatisation²¹. Le programme FIP vise plusieurs objectifs : accélérer la dénationalisation des petites et des grandes entreprises industrielles, impliquer toutes les couches de la population dans le processus de privatisation grâce à un procédé différent de celui des bons, faire œuvre pédagogique auprès du public sur la nature des marchés, faciliter la restructuration des sociétés privatisées grâce au contrôle extérieur exercé par les FIP au niveau du gouvernement d'entreprise, permettre aux citoyens de réaliser des plus-values, et développer le marché boursier afin d'attirer des investisseurs étrangers²². Bien que les sociétés vendues dans le cadre du programme FIP ne représentent, en valeur, qu'une faible proportion de la valeur totale des sociétés privatisées, ce programme est important, ne serait-ce que par son impact politique.

Un FIP est un fonds qui peut lever des capitaux en vendant au public ses propres parts (appelées « parts de participation du public ») et utiliser les sommes ainsi collectées pour investir dans des entreprises privatisées. A l'origine, seuls les particuliers étaient autorisés à acheter des parts de FIP. La stratégie d'investissement de chaque FIP doit être divulguée publiquement et chaque FIP est tenu de faire gérer ses participations par une société autre que le FIP lui-même. Une fois créés, les FIP étaient autorisés à vendre autant de parts qu'ils le pouvaient sur une période de six mois. Après ce délai, aucune émission de parts n'était autorisée. Par ailleurs, les FIP ne peuvent emprunter qu'à l'État.

Les FIP achetaient des actions de sociétés privatisées lors d'un système d'adjudications en plusieurs phases organisé par le GKI. Lors de la première adjudication, les actions étaient réparties entre les FIP au prorata du nombre d'actions qu'ils demandaient et étaient vendues à leur prix nominal. S'il n'y avait pas d'acheteurs, les actions retournaient au GKI et un processus classique d'adjudication en numéraire était tenu. Le prix minimal était inférieur de 5 pour cent à la valeur nominale. S'il n'y avait toujours pas d'ordre d'achat à ce niveau, la mise à prix était encore abaissée de 5 pour cent.

Pour les opérations de privatisation, l'État a consenti des prêts bonifiés pour l'achat d'actions par les FIP. En particulier, pour tout ordre d'achat en numéraire par un FIP, celui-ci recevait en plus, de la part de l'État, l'équivalent de 5 soums en actions. Mais les FIP n'ont pas reçu d'argent. Les quatre premières années, ces prêts ne portaient pas intérêt, et les trois dernières années, principal et intérêts étaient remboursés simultanément, le taux d'intérêt étant fixé à 2/3 du taux de refinancement de la banque centrale. La période de grâce visait à donner aux FIP le temps de restructurer les entreprises acquises. Le coût de l'opération pour l'État correspondait au manque à gagner sur la vente des actions supplémentaires attribuées aux FIP.

Il semble que les FIP soient contrôlés par deux instances publiques : une section spéciale du CCCMVM financée par la Banque mondiale, et une section du GKI financée sur le budget de l'État. Le CCCMVM a présidé à la création des FIP, veille sur la sécurité des fonds des actionnaires et garantit le remboursement des prêts consentis par l'État. Les actifs financiers d'un FIP sont transférés sur son compte de règlement, sur lequel seule la société qui gère le FIP est habilitée à faire des opérations²³. Cette société ne peut utiliser les espèces placées sur le compte que dans le cadre de la gestion des actifs du FIP, elle doit mettre en place un système de comptabilité et de publication des états financiers du FIP, et elle agit exclusivement dans le cadre du mandat précisé lors de l'assemblée générale des porteurs de parts du FIP.

Tous les fonds perçus par les FIP doivent être placés sur un compte de dépôt. Trois signatures sont requises pour opérer des retraits de ce compte : celle de la

société de gestion, celle du conseil de surveillance du FIP et celle de l'Établissement national de dépôt (VAKT). Il semble que cette triple exigence ait permis de réduire à un minimum la fraude dans le fonctionnement des FIP. Un FIP ne peut investir l'argent qu'il reçoit qu'en actions de sociétés privatisées et en titres d'État. Les titres détenus par les FIP sont enregistrés à l'Établissement national de dépôt. Les FIP ne peuvent pas acheter leurs propres parts. Le VAKT est censé vérifier les comptes des FIP en actions et en espèces.

Les parts de FIP sont attrayantes pour deux raisons. D'abord, parce que le prix nominal des actions que les FIP ont achetées était souvent très inférieur à leur valeur réelle. Beaucoup de sociétés par actions vendues dans le cadre du programme FIP ont servi des dividendes égaux ou supérieurs à la valeur nominale à laquelle les actions ont été vendues. Le deuxième atout des FIP est d'avoir pu bénéficier des conditions de prêt avantageuses consenties par l'État pour inciter le public à acquérir des parts.

D'abord, en septembre 1996, le GKI a dressé une liste de 310 sociétés dont il voulait vendre des actions. Comme précédemment, l'État a précisé les pourcentages que chaque type d'intervenant devait posséder ; 26 pour cent pour le GKI, 23 pour cent pour les salariés, 21 pour cent vendus sur le TRSE et 30 pour cent pour les FIP. La liste établie par le GKI a ensuite été ramenée à une trentaine de sociétés. Plusieurs activités étaient représentées : fruits, matériaux de construction, graisses et huile, tabac. Plus de 100 entreprises n'ont pas trouvé preneur et l'État n'était pas prêt à baisser les prix des sociétés invendues. Au total, 187 entreprises ont été vendues pour un montant global de 1.3 milliard de soums, dont 1.1 milliard financé grâce aux prêts bonifiés consentis par l'État. La première adjudication au profit des FIP s'est tenue de 6 décembre 1996, et au printemps 1998, après un total de 16 ventes, ces opérations ont été suspendues.

La distribution officielle des parts de FIP a été effectuée par l'intermédiaire des Banques Narodny et Turon et de quelques « boutiques d'actions ». En réalité, il semble qu'au plus fort de l'opération, seules 8 agences Narodny et 5 agences Turon, situées pour la plupart à Tashkent, vendaient activement des parts. Par la suite, les deux banques ont cessé de vendre des parts de FIP car le GKI ne leur rétrocédait pas leurs commissions²⁴. A la fin de l'année 1997, 30 à 40 pour cent des ventes de parts de PIF avaient été effectuées par la banque Narodny, moins de 1 pour cent par la banque Turon, le reste ayant été vendu directement par les FIP eux-mêmes. Environ 70 FIP et 50 sociétés de gestion ont été fondés. On estime entre 80 000 et 100 000 les porteurs de parts de FIP. Il s'agit d'une estimation, car le VAKT, qui gère les comptes de tous les porteurs de FIP, ne peut pas distinguer entre un individu détenant deux FIP et où deux individus détenant chacun un FIP. De plus, cette estimation correspond aux personnes qui ont acheté les FIP à l'émission, mais certaines ont pu les vendre après l'estimation. Une deuxième

vague de privatisations au profit des FIP se prépare, le GKI étant en train de sélectionner un groupe de sociétés destinées à être vendues par adjudication.

iv) Les problèmes des FIP

Le fonctionnement des FIP s'est heurté à un certain nombre de difficultés.

- Si l'engagement de l'État pour le programme s'est atténué, c'est semble-t-il pour deux raisons. D'abord, on craignait que certains scandales survenus dans d'autres États de la CEI, comme celui des pyramides financières, ne se reproduisent en Ouzbékistan avec les FIP. Un autre facteur a probablement eu encore plus d'impact : la déception des dirigeants d'entreprises privatisées vis-à-vis de l'action des FIP. Selon certains observateurs, les FIP ont une incidence positive sur le gouvernement d'entreprise, puisqu'ils n'ont pas d'intérêts inavoués à défendre. Leur seul objectif semble être de maximiser la valeur actionnariale ; ils ne favorisent nullement la mainmise de l'État et incitent même parfois les dirigeants d'entreprises à ne pas tenir compte des directives de l'État si celles-ci ne sont pas conformes à l'intérêt des investisseurs. Les FIP ne sont pas perçus comme désireux de contrôler les entreprises ou d'assurer la continuité des livraisons. Autant de points forts des FIP qui n'étaient pas vus d'un très bon œil par beaucoup de dirigeants d'entreprises. Ceux-ci tenaient en effet à conserver le contrôle des sociétés qu'ils géraient et n'appréciaient guère l'ingérence des FIP dans leur gestion. Étant donné les liens étroits existant entre les dirigeants d'entreprises et une partie des milieux gouvernementaux, le patronat est parvenu à discréditer les FIP auprès de l'État, notamment en laissant accroire que ces organismes avaient des connexions mafieuses.

Les réticences de l'État à l'égard du pouvoir des FIP sont telles qu'aucun groupement de FIP n'a encore été reconnu officiellement. La raison en est sans doute que les pouvoirs publics redoutent qu'une telle association n'acquière un poids économique tel qu'il serait pas suffisamment soumis au contrôle gouvernemental.

- Les FIP ont également subi une perte de confiance de la part du public, qui tient à plusieurs facteurs. Le premier est l'écart entre les taux de rentabilité réalisés par les PIF et les attentes des investisseurs. Les règles appliquées lors de la première attribution d'actions par adjudication aux FIP étaient telles que beaucoup de FIP de petite taille ont pu obtenir des participations pratiquement aussi importantes que les FIP de plus grande taille. Proportionnellement aux sommes collectées, les grands FIP ont donc reçu que des participations très inférieures aux petits FIP. Cela signifie que les grands FIP ont conservé beaucoup plus de liquidités que les petits FIP, et étant donné le niveau élevé des divi-

dendes servis par certaines sociétés privatisées, ils n'ont pu offrir aux investisseurs qu'une rentabilité beaucoup plus faible que celle des petits fonds. Même avec des niveaux de distribution de 30 pour cent, ce qui peut paraître élevé, ils ne pouvaient rivaliser avec certains des plus petits FIP qui distribuait parfois plus de 100 pour cent en dividendes.

- Un autre élément a contribué à la disgrâce des FIP auprès du public : l'illiquidité des parts. En décembre 1997, le CCCMVM a interdit les échanges de parts de FIP sur le marché secondaire, ainsi que toutes les transactions au sein des portefeuilles des FIP (même si on assurait que ceci devait changer suite à l'adoption d'une nouvelle règle par le CCCMVM). Seuls les échanges de gré à gré étaient possibles. La population qui avait investi en parts de FIP, avait payé en espèces, et s'attendait à pouvoir récupérer des espèces. Jusqu'à présent, cela n'a pas été possible, car les transferts d'espèces entre une personne morale (courtier par exemple) et une personne physique sont interdits. Ceci s'explique par la différence entre l'argent « liquide » et l'argent « non liquide »²⁵. La plupart des Ouzbeks n'ont en effet pas de compte en banque, et ne peuvent pas recevoir de virement bancaire d'un courtier. L'une des organisations donatrices a tenté d'établir un système de transaction permettant aux particuliers de vendre contre espèces de petites quantités de parts de PIF, mais le texte nécessaire pour que cela soit possible tarde à être adopté²⁶.
- Il semble que la procédure de paiement des dividendes aux titulaires de parts de FIP soit complexe et que les banques prélèvent des commissions élevées pour la gestion des comptes.
- On rapporte que les inscriptions au registre des porteurs de parts des FIP ne se font pas toujours à temps et que les porteurs de parts ne sont pas systématiquement invités aux assemblées générales annuelles ; il arrive même qu'on ne leur verse pas de dividendes alors que les dirigeants de l'entreprise en perçoivent.
- En raison du caractère dispersé du portefeuille qu'ont pu se constituer les FIP, leurs participations dans les sociétés ne représentent que des blocs relativement petits. Ainsi, dans une société privatisée par adjudication, la participation d'un FIP se monte souvent à 3 pour cent (cela se produit si 10 FIP souscrivent pour les 30 pour cent de la société mise en vente qu'ils peuvent obtenir). Les FIP n'ont donc guère la possibilité de peser fortement sur la conduite des affaires de l'entreprise. Soulignons surtout que le nombre d'actions vendues par l'intermédiaire du programme FIP a été relativement faible au regard du nombre total d'actions vendues par le GKI. Sur les 53 milliards de soums d'actifs pri-

vatisés, seuls 1.3 milliard de soums ont été vendus aux FIP. Avec un portefeuille ne représentant que quelque 2.5 pour cent de la capitalisation boursière totale, les FIP auront des difficultés à influencer la direction des entreprises²⁷.

- Il est devenu impossible pour les grands FIP de réunir tous leurs titulaires de parts en assemblée générale. Le plus grand FIP, Kamalak, compte environ 40 000 porteurs.
- Dans certaines entreprises privatisées, les salariés et la direction n'admettraient pas que des dividendes soient versés aux FIP investisseurs, qui ne font que posséder des actions, mais ne travaillent pas dans l'entreprise.
- L'échéance du remboursement des prêts bonifiés des FIP approche. Il n'est pas sûr que les FIP seront en mesure de payer, et on ignore ce qu'il adviendra dans le cas contraire.

Ignorance, confusion et perception de la corruption

En Ouzbékistan, tout comme en Azerbaïdjan, l'ignorance et la confusion règnent, tant sur le processus de privatisation que sur les marchés de capitaux, et contribuent à renforcer l'impression d'une corruption omniprésente. Plusieurs exemples peuvent être cités à cet égard :

- La population ne comprend pas le rôle joué par l'État sur les marchés de capitaux, et ignore en particulier les fonctions du GKI et du CCCMVM. S'agissant des entreprises privatisées, on ignore sur quelle base elles sont sélectionnées, comment, à qui et à quel prix elles sont vendues. Beaucoup soupçonnent que quelques-unes des entreprises les plus valables du pays sont vendues de gré-à-gré sans aucune transparence, avec des motivations politiques ou pour servir des intérêts particuliers, au lieu d'être vendues ouvertement et publiquement sur le marché.
- On l'a vu, en Ouzbékistan, la notion de privatisation ne correspond pas à la définition généralement admise de ce terme. Sur le marché boursier, les prix et les volumes sont apparemment fixés par l'État. Les acheteurs de titres sont dans une large mesure déterminés par l'État, par des mécanismes officiels et officieux. De plus, l'État fixe les prix des approvisionnements et les prix de vente de la production des entreprises « privatisées » elles-mêmes, et détermine l'essentiel de leurs grandes décisions commerciales. Les droits généralement attachés aux actionnaires n'existent donc pas.
- Il est communément admis qu'un certain nombre d'individus ou de groupes liés aux ministères ou à des organisations moins officielles

contrôlent différents secteurs de l'économie. Toute participation dans un secteur donné doit donc passer par le groupe ou l'individu qui le contrôle, ce qui ne manque pas d'influencer la manière dont sont organisées les privatisations.

Problèmes, interrogations et éléments de réponse

Les marchés de capitaux remplissent de nombreuses fonctions. Ils permettent de lever des capitaux pour financer les entreprises ; ils servent de mécanisme de fixation des prix et de divulgation de l'information ; ils offrent un espace de transactions, d'investissements, de spéculation, de couverture des risques et d'arbitrage ; ils sont utilisés pour mettre en œuvre les programmes de privatisation ; ils jouent un rôle important dans le développement des économies émergentes ; ils peuvent contribuer au succès de centres financiers. Toutes ces missions dépendent de la bonne gestion et de la réglementation des marchés et des systèmes de transactions. L'histoire du développement des marchés financiers en Azerbaïdjan et en Ouzbékistan est riche d'enseignements sur la mesure dans laquelle ces fonctions peuvent être assurées dans les économies en transition.

Dans ce chapitre, nous évoquerons et examinerons succinctement une série de problèmes qui nous paraissent importants pour le développement des marchés financiers en Asie centrale. Certains des problèmes soulevés ont une solution simple, du moins conceptuellement, ce qui ne veut pas dire qu'ils ne soient pas importants, ni qu'il soit facile de les résoudre en pratique. Au contraire, les solutions les plus simples sont souvent extrêmement difficiles à réaliser. En revanche, d'autres problèmes paraissent infiniment difficiles à résoudre. Leur complexité n'est pas uniquement liée au fait que le marché n'est qu'à l'un des premiers stades de son développement, mais ils sont tout particulièrement aigus dans les marchés financiers des économies en transition.

Neuf aspects seront traités ici : 1) la privatisation ; 2) la rentabilité des investissements ; 3) la taxation des transactions ; 4) l'ambiguïté législative et les conflits de juridiction ; 5) l'indépendance d'une banque de compensation ; 6) l'équilibre entre réglementation et promotion du marché ; 7) le rythme, la séquence à suivre dans le développement du marché et le financement de ce développement ; 8) la corruption ; 9) et ce qu'il est raisonnable d'attendre en matière de développement des marchés de capitaux.

La privatisation

Deux aspects du processus de privatisation dans les économies en transition ont des implications particulièrement cruciales pour le développement

des marchés financiers. Le premier concerne la création d'entreprises nouvelles, un processus toujours lent, surtout dans les économies en transition. L'essentiel des actifs qui peuvent être échangés sur un marché sont donc les actions des entreprises d'État déjà existantes. Tout retard dans les privatisations a un impact négatif non seulement sur la restructuration de ces entreprises, mais aussi sur le développement des marchés de capitaux. En d'autres termes, sans privatisations, il n'y a guère d'actifs à échanger sur un marché financier.

Le second aspect des privatisations qui a une influence directe sur le fonctionnement des marchés financiers est la nature exacte des privatisations envisagées par l'État. Si, comme c'est le cas en Ouzbékistan, le transfert des actifs des entreprises du gouvernement au secteur privé est entravé par beaucoup de facteurs, le développement des marchés financiers est susceptible d'être entravé de même. Si les sociétés d'État sont vendues par une institution des pouvoirs publics à une autre, si l'État continue d'intervenir sur les cours et les volumes, s'il continue de déterminer le prix des approvisionnements et celui des biens et services vendus, si des relations étroites subsistent entre l'État et les dirigeants d'entreprises, alors il est impossible que le marché financier détermine les prix et affecte les ressources de manière efficace.

La rentabilité des investissements

Beaucoup d'économies en transition sont confrontées à un grave dilemme qui a des implications directes sur les marchés financiers. D'une part, elles ont cruellement besoin de l'argent et des conseils de l'étranger pour revitaliser leur économie, mais d'autre part, il existe souvent de fortes réticences politiques à laisser les capitaux étrangers prendre le contrôle de l'industrie nationale et à voir les investisseurs non-résidents rapatrier des bénéfices perçus comme appartenant à l'économie du pays. Même si la pilule est amère, il serait bon que les gouvernements se rendent à l'évidence : pour que des capitaux étrangers viennent s'investir dans le pays, il faut des investisseurs étrangers, et les investisseurs étrangers s'attendent à ce que leurs investissements soient raisonnablement rentables. S'ils ne sont pas autorisés à tirer profit de leur argent, ils ne viendront pas.

La taxation des transactions

La taxation des transactions sur les marchés financiers en Asie centrale conduit souvent à deux implications aussi peu souhaitables l'une que l'autre. D'abord, l'impôt est souvent considéré par le secteur privé comme du racket de l'État. Les courtiers et les investisseurs ne font pas exception à la règle. Ils ne se

sentent nullement tenus de payer des impôts, et chercheront souvent par tous les moyens à y échapper. Cela peut avoir des conséquences très négatives pour le marché. Soucieux de dissimuler leurs transactions aux autorités fiscales, les courtiers préfèrent souvent éviter de traiter sur un marché organisé et passer par un établissement central de dépôt, car cela les contraint à publier le détail de leurs transactions et à ouvrir leurs comptes à l'inquisition des autorités fiscales, chose qu'ils veulent à tout prix éviter.

Par ailleurs, les autorités fiscales voient souvent dans la taxation des transactions sur les valeurs mobilières une source facile de juteuses recettes fiscales. Elles sont donc susceptibles de prélever des impôts dans des conditions totalement insensées, ce qui ne laisse pas d'avoir des conséquences néfastes. Par exemple, il semble que les intervenants du marché doivent s'acquitter d'une taxe sur la valeur ajoutée sur les ventes d'actions. Cette taxe ne s'applique pas seulement à la valeur des services dispensés, mais aussi à la valeur des transactions. Dans beaucoup de cas, les autorités fiscales ne permettent pas aux investisseurs de déduire les moins-values des plus-values. On signale aussi de nombreux problèmes liés à la taxation des investisseurs non résidents. Supposons par exemple que les non-résidents soient soumis à un impôt de 20 pour cent sur les plus-values en capital. Les autorités fiscales peuvent interpréter que ces 20 pour cent doivent porter sur l'ensemble de la transaction (et non seulement sur la plus-value), et qu'ils doivent être déduits à la source. Si une institution étrangère cède des actions à une entité nationale, cette dernière doit donc normalement déduire 20 pour cent du produit de la vente pour les reverser aux autorités fiscales. Cette structure fiscale signifie qu'un investisseur étranger, tout en étant conscient des avantages qu'il y a à traiter avec un interlocuteur local (par exemple l'établissement central de dépôt), peut préférer y renoncer, car l'interlocuteur local ou l'établissement central de dépôt serait alors la contrepartie de la vente et serait tenu de déduire 20 pour cent du montant de la vente.

Ambiguïté législative et conflits de juridiction

Du fait de l'ambiguïté qui caractérise beaucoup des lois s'appliquant aux marchés de capitaux en Asie centrale, du laxisme avec lequel elles sont appliquées, et de l'instabilité des nouvelles dispositions concernant les institutions financières, il est souvent difficile de savoir qui est habilité à faire quoi sur un marché, et quelles autorisations sont requises pour les différentes fonctions. Ces difficultés sont généralement aggravées par le fait qu'il existe plus d'une instance officielle chargée de réglementer les marchés. Chacune de ces différentes instances peut exiger le paiement de « patentes » pour ces agréments, édicter des règles contradictoires, et chercher à exploiter à leur profit le flou juridique et fonctionnel, ce qui porte préjudice au développement du marché.

Indépendance d'une banque de compensation

Dans une économie en transition, la désignation d'une banque commerciale pour tenir le rôle de banque de compensation peut souvent présenter deux avantages de taille²⁸ : cela représente une solution relativement rapide pour assurer la compensation en liquide des transactions en valeurs mobilières ; cela permet de confier à la banque ayant la plus grande expérience de gestion et l'infrastructure technologique la plus moderne du pays une tâche souvent techniquement difficile. Toutefois, ce choix présente également plusieurs risques liés au fait que la compensation soit assurée par une seule banque commerciale.

Premièrement, étant donné que la banque commerciale est censée assurer d'autres services, l'octroi de prêts, par exemple, tout en jouant le rôle d'établissement de compensation, les titulaires de comptes titres auprès de cette banque courent le risque que la banque devienne insolvable à cause de ces autres activités. Par ailleurs, si la banque de compensation est affiliée à d'autres intervenants du marché, ou si elle est elle-même intervenant, elle peut agir de manière à favoriser ses intérêts ou ceux de ses alliés, au détriment du bien public. Enfin, la banque commerciale peut décider de mettre fin à ses fonctions en tant qu'établissement de compensation si elle estime que cette activité n'est pas assez rentable, ce qui risque de mettre en péril le fonctionnement de tout le marché.

La création d'une banque indépendante de compensation peut atténuer certains de ces risques. Si elle opère dans le cadre une « charte limitée » selon laquelle elle se limite exclusivement aux activités nécessaires à la compensation et au règlement des transactions en valeurs mobilières, le risque d'insolvabilité lié à la poursuite d'autres activités est alors écarté. Si la solution de la charte limitée est irréalisable ou juridiquement difficile, il est alors essentiel d'établir d'autres sauvegardes pour protéger les comptes des investisseurs. Cela peut impliquer la stricte séparation des comptes titres des autres comptes et l'obligation que les sommes qui y soient déposées soient investies exclusivement en instruments de très bonne qualité comme les bons du Trésor ou les prises en pension. Il peut aussi être possible d'introduire dans le régime des faillites des dispositions légales prévoyant que, dans l'éventualité d'une faillite de la banque de compensation, les comptes des investisseurs puissent être séparés légalement de ceux des autres créanciers.

Si la banque de compensation est véritablement indépendante et n'a donc pas de liens avec d'autres intervenants du marché, le risque de conflits d'intérêts est atténué. Si la banque est une association sans but lucratif, le risque qu'elle se livre à des pratiques anticoncurrentielles est atténué, sans disparaître tout à fait. Si le seul rôle de la banque de compensation est d'assurer la compensation, elle aura une forte motivation à le conserver. Toutefois, si la banque est totalement

indépendante, et donc indépendante de l'établissement central de dépôt, elle risque d'avoir des difficultés techniques et logistiques à coordonner ses activités avec celles de l'établissement central de dépôt.

Il existe plusieurs manières classiques de renforcer l'indépendance et le caractère public d'une banque de compensation : i) exiger une représentation équilibrée de tous les groupes de la communauté financière au sein de son Conseil ou de son instance décisionnelle ; ii) exiger une juste représentation du public au sein du Conseil ; iii) exiger que la banque débattenne publiquement de toute nouvelle règle ou de tout changement opérationnel proposé, par un processus de consultation publique, d'appel à commentaires et de justification ; iv) exiger que ses commissions soient raisonnables et réparties équitablement entre les différents groupes du marché ; v) exiger l'élimination ou la minimisation des conflits d'intérêt au sein du Conseil de la banque et de sa direction ; vi) prévoir une juridiction d'appel contre les décisions de la banque à l'intention des intervenants du marché ; vii) prévoir une autorité de régulation qui contrôle étroitement les activités de la banque. Dans un marché ne comptant qu'un petit nombre de participants, les conflits d'intérêts et les alliances individuelles sont nécessairement monnaie courante, et il est donc irréaliste de vouloir créer une banque de compensation véritablement indépendante et publique. Reste à savoir si c'est la Bourse qui devrait assumer le rôle d'établissement de compensation.

La structure d'une Bourse est celle d'une organisation dont les membres sont des sociétés de Bourse. La Bourse est gérée par ces membres, et *a fortiori* dans une économie en transition, se retrouve souvent dominée par un petit nombre de personnes. Si la Bourse devait assumer le rôle d'établissement de compensation avec une telle structure organisationnelle, le reste de la communauté financière et les autorités de tutelle, ainsi que l'ensemble du public pourraient, non sans raison, y voir une trop forte concentration de pouvoir entre les mains d'un trop petit nombre de personnes. Il y aurait lieu de craindre que la banque de compensation agisse de manière à favoriser les sociétés de Bourse aux dépens de l'intérêt commun.

La Bourse pourrait également courir un risque opérationnel non négligeable en s'engageant avec des ressources limitées dans un domaine qui ne lui est pas familier. De plus, si, tout en agissant en qualité de banque de compensation, il lui prenait l'idée d'assurer des activités de banque commerciale, c'est-à-dire si elle cherchait à en tirer profit, éventuellement en se livrant à des opérations ne relevant pas de la compensation de transactions sur les valeurs mobilières, les risques de non-solvabilité et de pratiques anticoncurrentielles de la part de la banque pèseraient de nouveau sur les participants, tout comme dans le cas de figure où une banque commerciale assurerait la compensation. Les investisseurs n'auraient pas intérêt à choisir la Bourse par rapport à un autre fournisseur commercial de services de compensation. S'il est possible à long terme qu'une Bourse puisse

créer une banque de compensation, cela ne doit se faire que dans des conditions très délimitées, et à la condition expresse qu'elle soit déterminée et disposée à devenir une institution vraiment publiquement responsable.

Réglementation et promotion du marché

Si l'équilibre entre la réglementation d'un marché et sa promotion n'est jamais facile à trouver, il l'est encore moins dans le cas des économies émergentes. D'une part, la méconnaissance et l'inexpérience des mécanismes financiers sont telles chez la plupart des intervenants du marché que ceux-ci ont peu de chances de pouvoir évaluer correctement les risques et les opportunités qu'offrent les marchés. Les risques de fraude et de tromperie sont élevés sur les marchés financiers des économies en transition. D'autre part, l'objectif central des promoteurs des marchés dans les économies en transition est de stimuler les échanges. Un cadre réglementaire très strict imposé aux intervenants du marché risque au contraire de les entraver fortement. De plus, les autorités de réglementation de ces marchés elles-mêmes ne sont pas à l'abri des faiblesses que l'on constate chez autres acteurs du marché. Elles risquent elles aussi de ne pas faire savoir évaluer les risques et les opportunités qu'offrent les marchés, de favoriser des intérêts particuliers, et de se livrer à des actes frauduleux.

Pour illustrer la difficulté qu'il y a à décider du degré de rigueur optimal du cadre réglementaire, prenons l'exemple des conditions nécessaires à l'établissement d'un système de livraison-règlement sur le marché. A cette fin, les établissements de dépôt pratiquent souvent un blocage ou un gel des titres en vue des transactions. Imaginons un environnement dont le système de transactions n'autorise un investisseur à donner un ordre de vente que si l'établissement central de dépôt confirme qu'il a suffisamment d'actions sur son compte pour couvrir l'ordre. Supposons que la vente à découvert soit interdite et qu'il n'existe pas de marché de prise en pension des titres d'État. Imaginons maintenant qu'un courtier achète des actions au jour J , avec règlement à $J + 3$. Il ne recevra donc les actions sur son compte auprès de l'établissement de dépôt qu'au jour $J + 3$; d'ici là, il ne pourra pas passer l'ordre de vendre ces titres achetées au jour J . Le courtier subit donc trois jours de risque de marché avant de pouvoir se désengager de sa position initiale. Les impératifs nécessaires pour assurer la livraison-règlement rendent impossible la pratique des transactions aller-retour et réduisent la liquidité du marché.

Le rythme, la séquence à suivre dans le développement du marché et le financement de ce développement

Une constellation d'infrastructures est nécessaire au fonctionnement d'un marché financier. Il faut avoir au minimum un système de transaction efficace, un

système de compensation et de règlement, un système de paiements, une base légale et réglementaire adéquate, des procédures judiciaires permettant d'appliquer ces lois et règlements, une autorité réglementaire indépendante, des entreprises rentables désireuses d'être cotées en Bourse, des courtiers et des investisseurs actifs, des procédures comptables appropriées et des procédures équitables en cas de faillite. Il va de soi que tous ces éléments ne peuvent pas être bâtis en un jour. Étant donné le manque chronique de ressources dont souffrent les économies en transition, le fait qu'autant d'éléments soient nécessaires pour développer un marché financier soulève deux questions : à quels structures donner la priorité ? Comment financer leur mise en place ?

Aucune de ces questions n'a de solution simple. Étant donné le temps nécessaire pour établir chacun de ces éléments, la question des priorités risque d'être controversée. Il est très difficile de coordonner un programme à long terme en traitant ses multiples d'aspects dans un ordre prédéterminé. Les environnements politique et économique échappent à toute prédiction. Dans ces conditions, peut-être devrait-on opter pour la démarche vantée dans la célèbre publicité de Nike : « Just do it » ! Avancer sur tous les fronts possibles, et si des difficultés freinent la progression dans un domaine, recentrer ses efforts ailleurs.

Le financement du développement est également une question épineuse. L'investissement nécessaire pour créer les différents éléments d'infrastructure du marché peut être considérable. Mais il est facile d'investir trop et trop vite – sans un volume de transactions suffisant, les différentes composantes du marché ne survivront pas. Il n'est pas de réponse facile, mais les options les plus simples sont sans doute les meilleures. Tenter de calquer les institutions sur celles des marchés principaux développés serait une erreur, qui s'est bien souvent soldée par un échec.

La corruption

Dans le présent rapport, nous ne prouvons pas l'existence de phénomènes de corruption au sein des marchés financiers azeri et ouzbek. En revanche, nous confirmons que l'ignorance et la confusion qui y règnent contribuent à alimenter l'impression selon laquelle de nombreuses formes de corruption existent dans les deux pays. On parle de vols et de larcins à grande échelle. Comme il n'existe pas de ligne de démarcation claire entre intérêts publics et intérêts privés, le personnel de nombreuses administrations est perçu comme agissant essentiellement pour défendre ses propres intérêts. Quelle que soit la réalité de la corruption, la seule perception de sa présence endémique suffit à gêner le bon fonctionnement des marchés financiers.

La plupart des stratégies anti-corruption sont conceptuellement assez simples et unanimement vantées, mais elles sont aussi très difficiles à mettre en

œuvre et susceptibles d'être détournées de manière imprévisible et subtile. Parmi les remèdes souvent cités, évoquons la transparence – de procédure et de substance –, un contrôle financier indépendant, une juste représentation des parties intéressées, le respect de garanties légales avec l'existence de voies de recours, une procédure de consultation du public et de justification pour l'adoption des lois et règlements, la limitation des conflits d'intérêts, et l'indépendance des instances de régulation.

L'indépendance des instances de régulation est d'autant plus cruciale que les acteurs du marché sont peu nombreux. Le cas de l'Ouzbékistan, où le Centre de contrôle et de coordination du marché des valeurs mobilières (CCCMVM) est sous l'autorité du GKI est un exemple à cet égard. Comme on l'a vu précédemment, le GKI, principal détenteur et principal vendeur de valeurs mobilières sur le marché, joue un rôle majeur, sinon déterminant, dans les principales composantes de l'infrastructure du marché, et chapeaute également l'autorité de régulation du marché. Le gouvernement pourrait prendre une mesure relativement simple qui permettrait d'améliorer considérablement l'image du marché en termes d'équité. Dans un marché où le secteur privé est encore exigü et de formation récente, il est particulièrement important d'établir des centres de pouvoir qui soient indépendants du gouvernement. La problématique est la même pour déterminer à quelle organisation devrait incomber la fonction d'établissement de dépôt en Azerbaïdjan. Comme toute forme d'indépendance est actuellement impossible dans ce pays, ce devrait probablement être une organisation gérée par l'État.

Tout comme dans les économies développées, l'existence de conflits d'intérêts dans le secteur privé est un problème souvent délicat à traiter. Lorsque le marché ne compte qu'un petit nombre d'acteurs importants, comme c'est souvent le cas dans les économies émergentes, lorsque ces acteurs se trouvent être parmi les plus dynamiques du marché et que c'est d'eux que vient l'essentiel des commissions versées, c'est souvent ceux-là même qui contrôlent et dirigent la gestion des institutions financières privées, comme la Bourse. Dans ces conditions, il serait irréaliste d'attendre que ces institutions financières puissent être dirigées de manière indépendante.

Ce qu'il est raisonnable d'attendre en matière de développement des marchés de capitaux

Jusqu'à la chute de l'empire soviétique au début des années 90, tous les pays d'Asie centrale avaient été soumis pendant une période prolongée à un régime économique autoritaire et dirigiste. En un sens, il est donc absurde de juger le développement des marchés financiers d'Asie centrale à l'aune des pays occidentaux, dont les marchés financiers remontent souvent, non à des dizaines, mais à des centaines d'années. Au fil des ans, les marchés occidentaux ont connu leur

lot de problèmes difficiles et de scandales, leur développement a été considérable et, de par la nature et la richesse des économies sur lesquelles ils s'appuient et le degré de sophistication des acteurs de leurs marchés, ils sont à des années-lumière des marchés d'Asie centrale.

Pendant, d'un autre point de vue, il est futile de ne pas juger le développement des marchés financiers d'Asie centrale autrement qu'en fonction de critères occidentaux. On voit difficilement, en effet, quel serait l'intérêt pour un pays de se doter de marchés financiers, sinon pour que ceux-ci remplissent précisément les mêmes fonctions que les marchés financiers des économies occidentales. Pour que ce soit possible, les différents éléments préalables présents dans les pays occidentaux sont nécessaires. Outre la constellation d'infrastructures évoquée ci-dessus, il faut aussi les libertés politiques nécessaires pour prendre les décisions d'investissement normales, ainsi que les droits politiques indispensables pour faire respecter les contrats passés dans la sphère commerciale des marchés financiers. Mais il ne serait pas réaliste d'attendre que de ces libertés et ces droits politiques existent si peu de temps après la fin de l'empire soviétique. L'équilibre n'est pas aisé à trouver : si, d'une part, on ne saurait sous-estimer les difficultés liées à l'établissement de marchés financiers dans ces pays, il n'en faut pas moins considérer comme indispensable la présence de ces critères minimum sans lesquels un marché ne peut pas remplir les objectifs souhaités par ses créateurs.

Conclusion

Nous avons examiné dans ce rapport l'état de développement des marchés de capitaux de deux pays d'Asie centrale, l'Azerbaïdjan et l'Ouzbékistan. En Azerbaïdjan, les marchés de capitaux ne font que commencer d'exister. Il existe donc un certain flou dans les fonctions réelles et perçues des différents acteurs du marché, et on peut penser que certains d'entre eux ne manquent pas d'exploiter cette situation à leur avantage, parfois avec des conséquences tout à la fois inefficaces et injustes.

Les marchés financiers d'Ouzbékistan présentent une situation de développement paradoxale. D'une part, force est de constater que, sur une période relativement brève, l'Ouzbékistan a réussi se doter de la plupart des institutions considérées comme nécessaires au fonctionnement de marchés de capitaux. En outre, le discours politique sur les marchés de capitaux est plutôt positif sur les bienfaits qu'ils peuvent apporter à l'économie. Cela dit, la manière dont les marchés financiers ouzbeks fonctionnent effectivement diffère si singulièrement de ce que l'on tient généralement pour souhaitable, que l'on est en droit de se demander s'il est approprié de considérer qu'ils fonctionnent réellement. De plus, s'en tenant à « la politique des petits pas » dans la réforme de l'économie, l'État s'est

montré plus que réticent à abandonner son pouvoir sur les entreprises ou à laisser les marchés déterminer les prix et les volumes.

Dans ce rapport, on s'est penché sur les leçons à tirer des expériences azérie et ouzbeke pour le développement des marchés de capitaux dans d'autres pays de la région. On a examiné neuf points considérés comme importants dans ce contexte : la privatisation ; la rentabilité des investissements ; la taxation des transactions ; l'ambiguïté législative et les conflits de juridiction ; l'indépendance d'une banque de compensation ; l'équilibre entre réglementation et promotion du marché ; le rythme, la séquence à suivre dans le développement du marché et le financement de ce développement ; la corruption ; et ce qu'il est raisonnable d'attendre en matière de développement des marchés de capitaux.

Les marchés de capitaux en Azerbaïdjan et en Ouzbékistan

Azerbaïdjan

	Bons du Trésor	Actions
Marché organisé	Baku Interbank Currency Exchange (BICEX)	
Produits	Bons à 1 mois et 3 mois	2 valeurs cotées (« Azerigasbank » et banque « Respublika »)
Volume des transactions	Env. \$US47 millions en 1997 Env. \$US43 millions sur les 10 premiers mois de 1998	Seulement 6 transactions pour un total de \$US182 000
Capitalisation	\$14 241 000	\$2 694 000
Membres	29 (essentiellement des banques)	
Compensation et règlement	BICEX et Banque nationale	Centre national de dépôt ¹
Organe de surveillance	Ministère des Finances, Banque nationale d'Azerbaïdjan, Comité de la propriété d'État	
Cadre juridique	Nouvelle loi sur les valeurs mobilières approuvée en octobre 1998	

Ouzbékistan

	Bons du Trésor	Actions
Marché organisé	Uzbek Republican Currency Exchange (URCE)	« Tashkent » Republic Stock Exchange (TRSE)
Produits cotés	Bons à 3 et 6 mois	674 entreprises cotées ²
Volume des échanges	Environ \$314 millions ³	Environ \$US22 millions ⁴
Capitalisation	Environ \$178 millions ⁵	\$US77 895 850
Membres	..	
Compensation et règlement	URCE	« Elsis-Cliring » et Centre national de dépôt (VAKT)
Organe de surveillance	Centre de contrôle et de coordination des marchés de valeurs mobilières (CCCMVM)	
Intermédiaires	268 agents et 26 consultants ⁶	
Cadre législatif	8 lois ⁷ , 20 décrets présidentiels, etc.	

1. Il n'existe toutefois pas de titres de sociétés privatisées à la cote du BICEX. Les transactions antérieures ont été compensées et réglées par l'intermédiaire du BICEX et des sociétés concernées.

2. Nombre des sociétés dont les actions se sont vendues sur le TRSE au 30 septembre 1998.

3. Volume du marché primaire en 1997 (au taux de décembre 1997, soit \$1 pour 80.17 soums).

4. En 1997.

5. Total des bons du Trésor en circulation à décembre 1997 (taux de change, voir note 3).

6. Chiffre d'octobre 1998.

7. Lois applicables en République d'Ouzbékistan : 1) « On Exchanges and Exchange Activity », datée du 2 juillet 1992 ; 2) « On Securities and Stock Exchange » datée du 2 septembre 1993 ; 3) « On Joint-Stock Companies and Protecting of the Shareholders' Rights », datée du 26 avril 1996 ; 4) « On Mechanism of Functioning of the Securities Market » datée du 25 avril 1996 ; 5) « On Foreign Investments in the Republic of Uzbekistan » datée du 30 avril 1998 ; 6) « On guarantees and Measures for Protecting Foreign Investors' Rights » datée du 30 avril 1998 ; 7) « On Currency Regulation » datée du 7 juin 1993 ; 8) « On Activity of Depository in the Market of Securities » datée du 28 août 1998.

Source : Secrétariat de l'OCDE à partir de données du BICEX (Azerbaïdjan) et du CCCMVM (Ouzbékistan).

Notes

1. Cette étude a été préparée pour l'OCDE par M. Ruben Lee, (Oxford Finance Group) le 5 octobre 1998. M. Lee tient à exprimer sa gratitude envers M. Takahiro Yasui, de l'OCDE, qui l'a invité à écrire ce rapport, et grâce à qui sa réalisation a été une aventure passionnante. Il remercie également Monsieur le ministre des Affaires étrangères d'Azerbaïdjan, ainsi que le Département pour la Coordination des activités économiques extérieures au sein du Cabinet des ministres d'Ouzbékistan, pour leur accueil et leur appui dans l'organisation de ses séjours respectivement à Bakou et à Tachkent. Dans la rédaction de cette étude, de nombreuses personnes lui ont fourni conseils, assistance, expertise, aide et documentation. Plutôt que de les citer toutes nommément, l'auteur a choisi de les remercier collectivement, par égard pour ceux qui souhaiteraient demeurer anonymes et n'auraient pas été en mesure de le lui faire savoir. Son seul espoir est qu'ils se reconnaissent dans ces quelques lignes. Il les remercie tous. Bien que tous les efforts aient été faits pour assurer la justesse, la validité et la véracité des informations, des faits et des déclarations figurant dans ce rapport, l'auteur ne peut garantir leur exactitude totale. Toutes les opinions présentées dans ce rapport n'engagent que leur auteur.
2. Voir « Fixed Income Securities », The Minaret Group, mai 1998.
3. « On the Issuance of State Short-Term Bonds », Décret du Cabinet des ministres, 17 septembre 1996.
4. Voir « Voucher Privatization Process », The Minaret Group, avril 1998.
5. L'auteur n'a pu vérifier si le dernier prix de l'option est bien de l'équivalent de \$25.63 ou s'il se monte en fait à \$100.
6. Voir « Baku Interbank Currency Exchange », Marché des changes interbancaire de Bakou, 1997.
7. La Bourse de Bakou avait vu le jour pour la première fois le 18 juillet 1886. « Baku Interbank Currency Exchange », Baku Interbank Currency Exchange, 1997.
8. Le Président soulignait récemment l'importance des PIF (voir infra.) dans la restructuration des entreprises.
9. Voir par exemple, p. 9 « Uzbekinvest : Yesterday, Today and Tomorrow », Uzbekinvest, 1998.
10. Voir la description figurant dans « Republic of Uzbekistan – Recent Economic Development », FMI, 1998. Le gouvernement a convenu avec le FMI que la monnaie serait convertible d'ici à l'an 2000.
11. Voir pp. 15-16, « Review Financial Market of Uzbekistan », Economic Study Centre and Statistics of the Central Bank of the Republic of Uzbekistan, and Non-governmental Agency on Rendering Consultation-Auditor and Information Services to Participants in Bond Market, No. 1, 1998.

12. On évoque également l'existence d'un marché de Certificats de dépôt, mais l'auteur n'a trouvé aucune information à son sujet.
13. Cabinet des Ministres, Résolution n° 405-f, 27 septembre 1996. Voir aussi « Press Release Commenting on 19 November Auction's Results » (14^e adjudication) TACIS, Projet FIP – Ouzbékistan, Crédit Commercial de France, Arthur Andersen, Omnium, Denton Hall, 20 novembre 1997.
14. Voir p. 99 « 1997 Year Book » Federation of Euro Asian Stock Exchanges, 1998.
15. Voir p. 1 « The Securities Settlement System in Uzbekistan », Jesper Berg, Danmarks Nationalbank, octobre 1997.
16. Voir p. 21 « Bulletin, Toshkent Republican Stock Exchange », n° 3(26), avril-juin 1998.
17. « The Securities Settlement System in Uzbekistan », Jesper Berg, Danmarks Nationalbank, octobre 1997, p. 5.
18. « Trip Summary, 9 mars 1998-19 mars 1998 – Tashkent Uzbekistan » Hugh Kennedy, Oakweald Limited.
19. Décret 1740.
20. « Trip Summary, 17 November 1997-29 November 1997 – Tashkent Uzbekistan », Hugh Kennedy, Oakweald Limited.
21. Ces fonds sont réglementés par la résolution du Cabinet des ministres n° 220 publiée en juin 1996 « On Measures for Organisation of the Activities of Investment Funds » et la résolution n° 405-f du 27 septembre 1996, par un projet de loi « On Non-deposit Financial Institutions » p. 23, « Uzbekistan 1998 Country Profile », Banque européenne de reconstruction et de développement, et Banque nationale d'Ouzbékistan, Strategic Research Department, 1988.
22. Voir « Press Release Commenting on 19 November Auction's Results » (14^e adjudication) TACIS, projet PIF – Ouzbékistan, Crédit Commercial de France, Arthur Andersen, Omnium, Denton Hall, 20 novembre 1997.
23. « Report on Progress of Implementation of the Program of Privatisation Investment Funds », A. Abdugaridov, First Deputy Chairman, GKI, Director General, Centre for the Coordination and Control of the Securities Markets, April 1997.
24. Il se peut que ce problème ait été résolu depuis.
25. On trouvera une explication de la différence entre argent liquide et non liquide dans le document « Republic of Uzbekistan – Recent Economic Developments », rapport au Conseil du FMI à paraître en 1998.
26. Suite à une demande envoyée par le CCCMVM à la Banque centrale le 27 janvier 1997, n° 13/40.
27. « Conclusions : Mission to Uzbekistan on National Depository system and the privatisation program », Jesper Berg, Danmarks Nationalbank, octobre 1997.
28. Voir « Clearing at the Kyrgyz Stock Exchange », Ruben Lee, étude préparée pour le TACIS, 3 juin 1998.

Investissement direct étranger : enquête sur l'application des normes méthodologiques¹

Introduction

Deux organisations internationales, le FMI et l'OCDE, ont récemment réalisé une étude sur les statistiques d'investissement direct étranger (IDE), intitulée Enquête sur l'application des normes méthodologiques concernant l'investissement direct. Ce travail a été mené sous la double égide du Comité du FMI sur les statistiques de la balance des paiements et du Groupe de travail de l'OCDE sur les statistiques financières (GSF)². Il s'agit d'une revue complète des sources, des méthodes de collecte et de diffusion des données et des pratiques méthodologiques utilisées dans les statistiques concernant l'investissement direct étranger.

Des études similaires ont été conduites en 1983 par l'OCDE sur ses pays Membres, et en 1991 par le Groupe de travail sur l'évaluation des flux de capitaux internationaux, qui comprenait 38 des principaux pays fournisseurs de statistiques sur l'IDE énumérés dans le *Rapport Godeaux*³.

Dans une recommandation renouvelée en juillet 1995, le Conseil de l'OCDE avait confié au GSF la tâche de poursuivre la collecte d'informations sur les données concernant l'IDE, et d'y adjoindre des notes décrivant les différences entre la méthodologie utilisée par les pays Membres et celle de la *Définition de référence de l'OCDE des investissements directs internationaux*⁴. L'OCDE possède une base de données bien établie et détaillée sur les statistiques d'IDE de tous ses pays Membres. Les statistiques sont publiées dans l'*Annuaire des statistiques d'investissement direct international*⁵.

Lors de sa réunion d'octobre 1995, le Comité du FMI a décidé d'étudier dans quelle mesure les différents pays suivaient les normes relatives à l'IDE énoncées dans le *Manuel de la balance des paiements*, 5^e édition (MBP5)⁶. Le FMI et l'OCDE sont convenus de mener conjointement une étude pour déterminer dans quelle mesure les différents pays suivaient les normes internationales dans l'établissement de leurs statistiques d'IDE.

Plus de cent pays ont répondu à l'enquête de 1997. Ce taux de réponse en dit long sur l'importance que les responsables des comptabilités nationales attachent aux statistiques d'IDE. Le présent article a été rédigé à partir d'un rapport conjoint du FMI et de l'OCDE analysant les réponses à l'enquête sur la collecte et la publication des données d'IDE⁷. Ce rapport est en outre consacré aux questions méthodologiques et aux principales limitations des systèmes nationaux de compilation des données d'IDE. Le présent article reprend sous forme résumée les principales conclusions du rapport.

L'objet de l'enquête

L'investissement direct étranger constitue un élément clé du processus de mondialisation de l'économie, c'est-à-dire de l'intégration économique internationale. Avec la libéralisation des marchés, la pénétration des IDE s'est notablement accrue, non seulement en termes de volumes mais aussi de marchés et de secteurs. Les acteurs se sont eux aussi diversifiés. Jusqu'à une date récente, les investisseurs directs étaient pour l'essentiel de grandes sociétés multinationales. Depuis peu, on constate que de plus en plus de petites et moyennes entreprises interviennent dans les opérations d'investissement direct étranger, en vue d'améliorer leur compétitivité et d'accéder à de nouveaux marchés. Les avantages des investissements directs sont multiples, tant pour l'économie de l'investisseur que pour le pays d'accueil. L'IDE facilite les transactions internationales, en créant des liens directs et stables entre les économies. Ils constituent une source de capitaux, ainsi qu'un bon moyen de renforcer la compétitivité des entreprises. Ils sont également un excellent vecteur de transfert de technologie et de savoir-faire, et contribuent à améliorer la productivité des entreprises.

Il est donc important que les statistiques d'IDE soient assez complètes pour qu'on puisse interpréter correctement les tendances de l'IDE dans le cadre de l'analyse des politiques et de la prise de décision. De plus, la mondialisation de l'économie renforce la nécessité de disposer de statistiques comparables pour les différents pays. Bref, il faut une norme internationale unique pour mesurer l'IDE. Cette norme est présentée dans les lignes directrices du MBP5 (FMI) et de la Définition de référence(OCDE). En mai 1997, le FMI et l'OCDE ont lancé l'Enquête sur l'application des normes méthodologiques concernant l'investissement direct (SIMSDI) afin de déterminer dans quelle mesure les différents pays avaient adopté les normes internationales en matière de statistiques d'IDE.

Trois objectifs ont été définis :

1. Déterminer dans quelle mesure les pays membres de l'OCDE et du FMI ont adopté les recommandations sur les statistiques d'IDE énoncées dans le MBP5 et dans la Définition de référence. L'enquête SIMSDI

comprenait par conséquent des questions sur tous les principaux aspects méthodologiques relatifs à la mesure des IDE.

2. Recueillir des pays membres des deux organisations des informations standardisées sur les sources des données, les méthodes de collecte et les pratiques de publication (disponibilité, périodicité, délais de publication, politique de révision, ventilations).
3. Faciliter l'échange d'informations entre les pays qui fournissent les données. Par conséquent, le questionnaire de l'enquête SIMSDI a été conçu de manière à récolter une série de métadonnées (informations sur les données) facilitant la comparaison des statistiques d'IDE. Le questionnaire vise également à identifier les pays qui acceptent de communiquer aux pays membres du FMI les informations recueillies dans le cadre de l'enquête.

Organisation de l'enquête et réponses

Le formulaire de l'enquête est un ensemble de questions à choix multiples. Il est conçu de manière à réduire au minimum le temps nécessaire pour le remplir, tout en traitant tous les points importants. Étant donné que la formule QCM ne permet pas de rendre compte des pratiques particulières, des espaces ont été prévus tout au long du document pour inscrire des commentaires sous forme libre. Le questionnaire a été approuvé sous sa forme finale par le Comité du FMI et par le GSF de l'OCDE.

Le formulaire de l'enquête a été adressé à 171 pays membres du FMI (dont 29 sont aussi Membres de l'OCDE). Il a été fourni en anglais, en français, en espagnol et en russe afin d'assurer un taux de réponses élevé et d'améliorer la qualité des réponses. A la fin juillet 1998, 114 pays, dont les 29 Membres de l'OCDE, avaient répondu. Les taux de réponse des pays européens hors OCDE et des pays de l'hémisphère occidental ont été excellents, avec plus de 70 pour cent de formulaires retournés, contre 60 pour cent parmi les pays d'Asie. Quant aux pays d'Afrique et du Proche-Orient, leur taux de réponse a été d'environ 45 pour cent. On trouvera en annexe la liste des pays ayant répondu à l'enquête.

La qualité globale des réponses a été très bonne. La phase de mise en forme des réponses a révélé que les questions avaient généralement été bien comprises et que, dans l'ensemble, les données individuelles des pays présentaient une cohérence interne. Les quelques pays qui ont eu des difficultés à répondre aux questions détaillées ont adjoint des commentaires fort utiles, notamment sur les mesures envisagées. Un petit nombre de pays n'ont pas terminé de mettre au point leur système de compilation des statistiques d'IDE et ont

préférée ne pas répondre au questionnaire, mais nous ont fait part par lettre de leurs intentions en la matière. Au total, 18 pays ont soit répondu par lettre, soit partiellement rempli le questionnaire, mais ne compilent ni ne diffusent pas de statistiques d'IDE. Ces pays n'ont pas été inclus dans l'analyse des résultats de l'enquête, qui portait donc sur 96 pays répartis comme suit : 29 pays de l'OCDE, 15 pays d'Afrique, 13 pays d'Asie, 16 pays d'Europe, 2 pays du Proche-Orient, et 21 pays de l'hémisphère occidental.

Les réponses à l'enquête ont été entrées dans une base de données conçue en collaboration par le FMI et l'OCDE et placées sur l'Internet avec accès réservé (protégé par mot de passe) aux représentants des pays membres des deux organisations et aux secrétariats d'autres organisations internationales. Il est prévu de mettre à jour régulièrement les informations consignées pour chaque pays. Cela permettra de rendre compte précisément de l'évolution des sources de données, des pratiques de diffusion et de l'application des normes internationales dans chaque pays.

Principales conclusions⁸

1. *La relation d'investissement direct* : D'après les normes internationales, il y a relation d'investissement direct dès lors qu'une participation atteint 10 pour cent au moins des actions ordinaires ou des droits de vote (pour les entités ayant la personnalité morale) ou l'équivalent (pour les entités n'ayant pas la personnalité morale). C'est la « règle des 10 pour cent ». L'enquête révèle que les trois quarts environ des pays de l'OCDE et hors OCDE retiennent ce critère. Vingt-quatre pays de l'OCDE appliquent actuellement la règle des 10 pour cent, trois sont en passe de l'adopter, et les autres n'utilisent pas de seuil prédéterminé. Beaucoup des pays hors OCDE qui ont répondu à l'enquête et n'appliquent pas la règle des 10 pour cent utilisent comme critère, pour leurs statistiques d'IDE, la délivrance d'une autorisation de la part des autorités compétentes ; seuls quelques uns ont indiqué qu'ils comptaient adopter la règle des 10 pour cent dans le futur.
2. *Le système « de la consolidation intégrale »* : Les statistiques d'investissement direct doivent prendre en compte toutes les entreprises dans lesquelles l'investisseur possède une participation, que ce soit directement ou indirectement. Autrement dit, dès lors qu'il y a un lien « transfrontière » d'investissement direct avec une entreprise, certaines entités affiliées à cette entreprise sont aussi considérées comme ayant une relation d'investissement direct. Par conséquent, les statistiques d'IDE doivent rendre compte des transactions entre l'investisseur

direct et la première entreprise, ainsi qu'entre celle-ci et les entreprises qui lui sont affiliées et entre les entreprises affiliées elles-mêmes si elles se trouvent dans des pays différents. L'enquête SIMSDI indique que 23 pays de l'OCDE et 36 pays hors OCDE incluent dans leurs statistiques d'IDE les investissements directs détenus indirectement. Toutefois, les critères d'existence de relations indirectes entre les entreprises et de prise en compte des transactions entre entités affiliées diffèrent considérablement entre les pays. D'après les résultats de l'enquête SIMSDI, 35 pays, dont 13 membres de l'OCDE, incluent dans les statistiques d'IDE les bénéfices des entreprises d'investissement direct avec lesquelles il existe une relation indirecte, et 31 pays, dont 13 de l'OCDE, comptabilisent comme IDE les transferts d'actions et les autres formes d'apport de capital entre entités appartenant au même groupe. Le FMI et l'OCDE n'ignorent pas que pour établir précisément le champ d'application de la règle du système de « consolidation intégrale », il faudrait un complément d'information de la part des pays membres concernant les particularités de leurs systèmes de collecte des données.

3. *Investissements des entreprises affiliées dans la société mère* : Les résultats de l'enquête indiquent que seuls 4 pays de l'OCDE et 11 pays hors OCDE comptabilisent comme IDE les prises de participation par une entreprise d'investissement direct dans la société investisseur direct, conformément aux manuels internationaux. Selon les normes internationales, toute transaction financière entre une entreprise résidente d'investissement direct et l'investisseur direct étranger doit entrer dans l'évaluation de l'IDE dans le pays considéré ; de même, toute transaction avec une entreprise étrangère d'investissement direct doit être comptabilisée comme investissement direct à l'étranger par le pays de l'investisseur direct. Toutefois, beaucoup de pays de l'OCDE comptabilisent ces opérations comme investissements de portefeuille. Lorsque la participation au capital est d'au moins 10 pour cent dans les deux sens, deux relations d'investissement direct sont établies. Les transactions réciproques sous forme de participation au capital ou selon d'autres modalités doivent par conséquent être comptabilisées comme créances et dettes dans les deux sens, c'est-à-dire pour chaque pays dans l'investissement direct dans le pays et dans l'investissement direct à l'étranger. Lorsque deux relations directes existent, l'acquisition par l'entreprise d'investissement direct de capital de son investisseur direct étranger est enregistrée, conformément aux normes internationales, par 20 pays de l'OCDE et 24 pays n'appartenant pas à l'Organisation.

4. *Bénéfices réinvestis* : Les résultats de l'enquête montrent que plus des trois quarts des pays de l'OCDE compilent des données concernant les bénéfices réinvestis. L'enquête de 1991 utilisée pour le *Rapport Godeaux* indiquait que la moitié des 22 pays industrialisés de l'échantillon n'enregistraient pas les bénéfices réinvestis. Parmi ces 22, ils y en avait 6 en 1997 qui enregistraient les bénéfices réinvestis ; 3 autres avaient l'intention de collecter ces données dans l'avenir. Actuellement, 23 pays de l'OCDE incluent les bénéfices réinvestis dans leurs statistiques. Il ressort de l'enquête que 44 des pays n'appartenant pas à l'OCDE prennent en compte les bénéfices réinvestis dans leurs statistiques internes d'IDE. Cela représente à peu près les deux tiers des déclarants hors OCDE. Toutefois, moins de 50 pour cent de ces pays compilent des données sur les bénéfices réinvestis à l'étranger.
5. *Calcul des bénéfices réinvestis* : Les normes internationales stipulent que les plus-values et les moins-values, tant réalisées que latentes, doivent être exclues du calcul des bénéfices réinvestis. Les manuels internationaux recommandent que les bénéfices des entités d'investissement direct soient mesurés conformément aux règles du *Concept des opérations courantes de l'exercice*, qui dispose que les bénéfices d'une entreprise se composent des revenus issus de ses opérations courantes avant prise en compte des éléments non récurrents, des plus-values et des moins-values. Toutefois, parmi les pays qui compilent des données sur les bénéfices réinvestis, environ la moitié de ceux de l'OCDE comptabilisent les plus-values et les moins-values réalisées et latentes. Le MBP5 et la Définition de référence recommandent également que les bénéfices soient calculés nets de toute dotation aux amortissements, mais seulement la moitié des pays de l'OCDE et hors OCDE appliquent cette prescription. Au total, seuls huit pays appliquent entièrement les règles du *Concept des opérations courantes de l'exercice* pour le calcul des bénéfices réinvestis.
6. *Prêts à court terme entre entités affiliées* : D'après le *Rapport Godeaux*, seule une minorité de pays de l'échantillon incluait dans les statistiques d'IDE les données sur les prêts à court terme entre entités affiliées. Les résultats de l'enquête de 1997 indiquent que près de 80 pour cent des pays de l'OCDE et plus de 60 pour cent des pays n'appartenant pas à l'Organisation comptabilisent dans l'IDE les prêts à court terme entre entités affiliées. Malgré cette amélioration, il reste encore de nombreux pays de l'OCDE qui incluent ces flux dans une autre rubrique.
7. *Comptabilité d'exercice* : Les revenus des investissements directs doivent être comptabilisés sur la base du fait générateur, c'est-à-dire que les dividendes doivent être enregistrés au moment où ils sont dus, et les

intérêts des prêts au moment où ils sont échus. Cette pratique ne diverge pas des normes internationales en ce qui concerne le moment de l'enregistrement des flux, à condition que les dividendes soient versés le jour où ils sont dus. La moitié environ des pays de l'OCDE et environ 60 pour cent des autres pays enregistrent les intérêts au moment où ils sont versés, et non au moment où ils sont échus.

8. *Méthodes d'évaluation* : Le MBP5 et la Définition de référence recommandent que tous les actifs financiers et dettes externes soient comptabilisés à leur prix du marché à la date considérée. Les manuels internationaux reconnaissent toutefois que, généralement, c'est la valeur comptable telle qu'elle figure au bilan des entreprises d'investissement direct qui est retenue pour déterminer la valeur cumulée des investissements directs. D'après les résultats de l'enquête, 19 des 25 pays de l'OCDE qui compilent des données d'encours d'investissements directs déterminent la valeur cumulée du passif et de l'actif des IDE à partir de la valeur comptable, tandis que 5 d'entre eux utilisent la valeur de marché, deuxième méthode la plus utilisée.
9. *Activités des entités spécialisées des entreprises multinationales* : D'après les résultats de l'enquête, les transactions financières entre entités spécialisées et entreprises affiliées sont comptabilisées dans les statistiques d'IDE de plus de 80 pour cent des pays de l'OCDE où sont établies soit des entités spécialisées soit des sociétés qui en créent à l'étranger. Toutefois, parmi les pays n'appartenant pas à l'OCDE, seulement la moitié environ enregistre les transactions entre entités spécialisées et entreprises associées dans leurs statistiques d'IDE.
10. *Cas des entreprises de bâtiment* : Un travail accompli dans une économie par une entreprise de bâtiment résidente dans une autre économie doit être considéré comme effectué par une entreprise d'investissement direct dans l'économie où le travail est effectué. Si l'activité se poursuit pendant une année ou plus, elle fait l'objet d'une comptabilité séparée et est imposable dans le pays d'accueil. Environ un quart des pays de l'OCDE et une proportion encore plus faible des pays n'appartenant pas à l'OCDE appliquent cette recommandation pour les entreprises de bâtiment lorsqu'elles n'établissent pas d'entité distincte dotée de la personnalité morale dans le pays d'accueil.
11. *Cas des investissements immobiliers*: Le rapport Godeaux indique qu'un nombre élevé de pays ne comptabilisaient pas dans les flux d'IDE les acquisitions et les cessions de biens immobiliers situés hors du territoire national, tandis que beaucoup d'autres excluaient les transactions

immobilières « non commerciales » de leurs statistiques. Les résultats de l'enquête SIMSDI n'indiquent guère de progrès par rapport aux pratiques décrites dans le *Rapport Godeaux*. Seuls 19 pays de l'OCDE enregistrent les transactions immobilières internationales lorsqu'elles sont réalisées par les entreprises, et 17 lorsqu'elles le sont par des particuliers. Parmi les pays n'appartenant pas à l'OCDE, une minorité enregistre ces transactions dans les statistiques d'IDE : seulement 28 pays, soit environ 40 pour cent, incluent les transactions immobilières réalisées par des entreprises non résidentes, alors que 22 pays, soit environ le quart des déclarants, incluent ces transactions lorsqu'elles sont le fait de particuliers non résidents.

12. *Collecte et diffusion des données* : Malgré les progrès des dernières années, nombreux sont encore les pays qui ne diffusent pas régulièrement leurs statistiques d'IDE. Les membres de l'OCDE communiquent à l'Organisation leurs statistiques d'IDE sous la forme d'un questionnaire statistique conjoint d'EUROSTAT/OCDE. Un pays de l'OCDE a provisoirement cessé de communiquer ces données aux organisations internationales en raison de la mise en place d'un nouveau système de comptabilité de sa balance des paiements. L'enquête indique que plus de 30 pour cent des pays n'appartenant pas à l'OCDE ne communiquent pas au FMI leurs données sur l'investissement direct dans leur économie et plus de la moitié de ceux-ci ne communiquent pas leurs données sur l'investisse-

Tableau 1. **Données communiquées aux organisations internationales**
Par nombre de pays

Région	Pays qui communiquent leurs statistiques d'IDE pour les éléments suivants :					
	Produits des investissements directs		Flux financiers d'investissement direct		Encours d'investissement direct	
	Vers l'intérieur	Vers l'extérieur	Vers l'intérieur	Vers l'extérieur	Vers l'intérieur	Vers l'extérieur
OCDE (29)	28	27	28	27	25	24
Afrique (15)	11	12	13	10	5	4
Asie (13)	8	5	10	9	5	4
Europe (16)	13	11	14	11	9	8
Proche-Orient (2)	1	2	—	1	—	—
Hémisphère occidental (21)	21	5	20	5	4	1
Total (96)	82	62	85	63	48	41

* Un pays de l'OCDE a provisoirement cessé de communiquer des données aux organisations internationales en raison de la mise en place d'un nouveau système de comptabilité de sa balance des paiements.

ment direct à l'étranger. Les données d'encours d'IDE sont publiées par les trois quarts des pays de l'OCDE, mais par moins de 30 pour cent des pays n'appartenant pas à l'Organisation. Les deux tiers des pays de l'OCDE qui diffusent ces chiffres le font selon deux cycles de périodicité : les données les plus récentes sont publiées mensuellement ou trimestriellement, généralement environ 10 semaines après la fin de la période de référence ; les données les plus complètes, le plus souvent annuelles, sont publiées entre 30 et 52 semaines après la fin de la période de référence. Les sources de données utilisées pour compiler ces statistiques varient d'un pays à l'autre. Plus de la moitié des pays de l'OCDE partent d'un système de déclaration des transactions internationales (SDTI) pour les données les plus récentes, tandis que les statistiques les plus complètes reposent sur les données obtenues lors d'enquêtes auprès des entreprises. Les pays n'appartenant pas à l'OCDE utilisent eux aussi souvent ces deux sources, mais pour 30 pour cent d'entre eux, les informations recueillies par les autorités de contrôle des changes et d'agrément des investissements représentent la première source de données. La plupart des pays de l'OCDE présentent également leurs statistiques d'IDE selon une ventilation géographique, ce qui est encourageant pour l'échange bilatéral de données. En revanche, seule une moitié des pays hors OCDE ventilent géographiquement leurs flux financiers d'IDE.

Notes

1. Cet article a été rédigé par Ayse Bertrand, Chef de la Section de statistiques financières, Division des affaires financières, Direction des affaires financières, fiscales et des entreprises de l'OCDE. Il présente les résultats d'un rapport conjoint FMI/OCDE.
2. Au deuxième semestre 1998, le Groupe de statisticiens financiers de l'OCDE a été rebaptisé Groupe de travail sur les statistiques financières (GSF).
3. *Rapport sur l'évaluation des flux de capitaux internationaux*, FMI, 1992.
4. La *Définition de référence de l'OCDE des investissements directs internationaux* (3^e édition) est publiée par l'OCDE afin d'indiquer précisément comment les investissements directs internationaux doivent être comptabilisés pour répondre aux critères internationaux. Ce document rappelle les principaux concepts statistiques et définitions concernant les investissements directs et propose des solutions pratiques à partir d'exemples concrets.
5. L'*Annuaire des statistiques d'investissement direct international* existe également en version électronique.
6. Le *Manuel de la balance des paiements* (5^e édition) « continue la série des normes internationales que le Fonds monétaire international (FMI) a mises au point pour guider les pays Membres dans l'établissement des statistiques de balances des paiements et des données connexes sur la position extérieure globale ».
7. Il est envisagé de publier le rapport conjoint FMI-OCDE *Enquête sur l'application des normes méthodologiques concernant l'investissement direct* sur le site web des deux organisations. Il analyse en détail, pour 96 pays, les pratiques d'établissement et de révision des données, l'existence de ventilations géographiques et les normes méthodologiques appliquées. Cette analyse est fondée sur les nombreux tableaux obtenus par le FMI et l'OCDE en réponse à l'enquête.
8. Ces conclusions reposent sur les réponses fournies par l'échantillon de 96 pays décrit plus haut.

Nouvelles statistiques financières

La Division des affaires financières de l'OCDE est chargée de la collecte, du traitement et de la diffusion d'un large éventail de statistiques financières concernant notamment les comptes financiers des pays de l'OCDE, l'investissement direct étranger, les états financiers des banques, les actifs des investisseurs institutionnels, les recettes de privatisations et des statistiques sur les assurances.

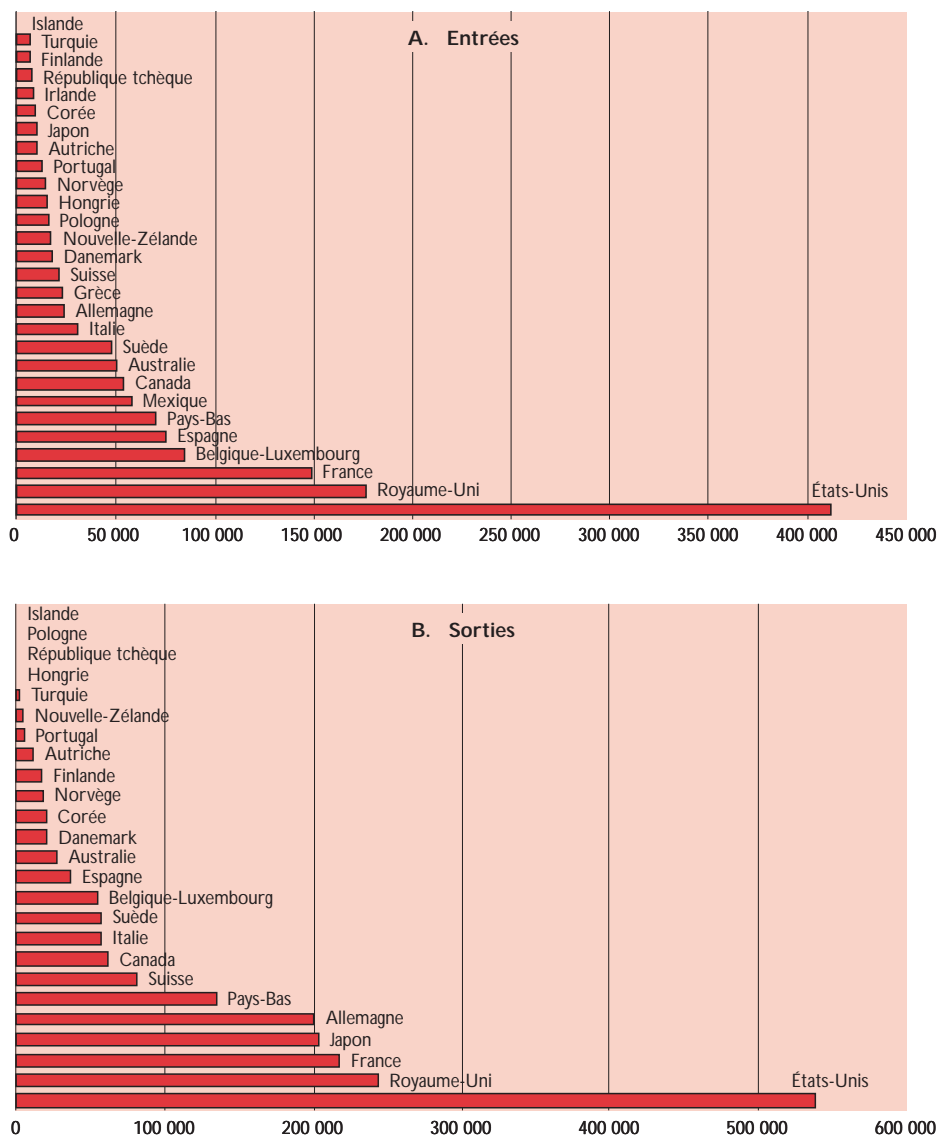
Pour contribuer à la diffusion rapide de données financières, *Tendances des marchés financiers* propose périodiquement une présentation de statistiques publiées récemment dans d'autres publications de la division. Cette section comprend des données internationales sur l'investissement direct étranger et la rentabilité des banques.

Le premier ensemble de données (graphiques 1-2 et tableaux 1-2) regroupe des statistiques sur l'investissement direct et provient de l'*Annuaire des statistiques d'investissement direct international*, 1998. Ces données, qui comportent une ventilation des entrées, sorties et encours d'investissements directs pour 1990-97, ont été révisées par rapport aux séries préliminaires publiées dans l'édition de juin 1998 de *Tendances des marchés des capitaux*.

Le second ensemble de données (tableaux 3 à 5) couvre la période de 1991-96 et porte sur les bénéfices nets, les prévisions nets et les bénéfices avant impôts des banques commerciales. Ces données sont reprises des statistiques publiées dans *Rentabilité des banques – Comptes des banques*, 1998.

Pour la définition et le contenu exact des données, le lecteur se reportera aux publications citées plus haut, disponibles en versions imprimée et électronique.

◆ Graphique 1. **Investissements directs dans les pays de l'OCDE – Total cumulé 1990-1997p**
En millions de \$US



p. Données provisoires.

Source : International Direct Investment Statistics Yearbook, 1998. OECD.

Tableau I. Flux d'investissements directs
a) A destination des pays de l'OCDE
Millions de \$US

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997p
Allemagne	2 492	4 090	2 662	1 915	1 790	13 449	-2 720	-188
Australie ¹	6 513	4 042	5 036	3 007	3 951	13 202	5 456	9 346
Autriche	647	359	940	982	1 314	636	3 842	1 739
Belgique-Luxembourg	7 966	9 292	11 326	10 751	8 313	10 558	14 117	12 525
Canada	7 562	2 870	4 717	4 748	8 431	10 780	6 416	8 217
Corée	789	1 180	728	588	809	1 176	2 325	2 341
Danemark	1 212	1 453	1 015	1 681	4 890	4 179	776	2 970
Espagne	13 839	12 445	13 352	8 073	9 425	6 217	6 468	5 540
États-Unis	48 422	22 799	19 222	50 663	45 095	58 772	76 453	90 748
Finlande	787	-247	406	864	1 578	1 063	1 109	1 542
France	15 609	15 157	17 855	16 439	15 580	23 681	21 960	23 178
Grèce ²	1 005	1 135	1 144	2 583	3 081	4 272	5 928	3 585
Hongrie	311	1 462	1 479	2 350	1 144	4 453	1 983	2 085
Irlande ³	258	1 168	1 244	850	420	621	1 888	1 676
Islande	22	18	-11	..	..	14	61	126e
Italie	6 344	2 481	3 210	3 746	2 236	4 817	3 535	3 779
Japon	1 806	1 286	2 755	210	888	41	228	3 224
Mexique	2 633	4 762	4 393	4 389	10 973	9 526	9 185	12 478
Norvège	1 807	655	-426	2 244	1 359	1 644	3 437	3 692
Nouvelle-Zélande ⁴	1 681	1 695	1 089	2 212	2 690	2 690	3 687	1 339
Pays-Bas	12 165	6 552	7 824	8 561	7 586	11 611	7 766	8 678
Pologne	88	359	678	1 715	1 875	3 659	4 498	3 077
Portugal	2 608	2 451	1 914	1 550	1 265	695	708	1 728
République tchèque	..	..	1 004	654	869	2 562	972	1 252
Royaume-Uni	32 889	16 027	16 214	15 468	10 497	22 738	26 084	36 972
Suède	1 971	6 351	-41	3 843	6 346	14 455	5 074	9 665
Suisse ⁵	5 485	2 644	411	-83	3 368	2 224	2 797	4 408
Turquie	788	910	911	746	636	935	913	852
Total OCDE	177 699	123 396	121 051	150 748	156 408	230 670	214 947	256 574

Note : Données converties en fonction du taux de change en fin d'exercice.

p. Données provisoires.

e. Estimations nationales.

1. Rupture dans la série. A partir de 1994, données portant sur l'année civile.

2. Les données de 1996 et 1997 sont des estimations.

3. A partir de 1994, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

4. A partir de 1995, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

5. Données de l'exercice budgétaire à fin mars.

6. A partir de 1994, les données pour les sorties incluent les investissements du système bancaire polonais.

Source : OCDE/DAF à partir des données nationales.

Tableau 1. Flux d'investissements directs (suite)
 b) En provenance des pays de l'OCDE
 Millions de \$US

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997p
Allemagne	23 964	23 623	19 526	15 320	17 179	38 791	29 546	33 166
Australie ¹	265	3 001	951	1 779	5 291	3 728	6 306	6 219
Autriche	1 663	1 288	1 871	1 467	1 201	1 043	1 405	1 450
Belgique-Luxembourg	6 130	6 493	10 389	4 693	1 205	11 786	8 365	6 709
Canada	5 222	5 813	3 586	5 868	9 090	11 165	8 524	12 896
Corée	1 052	1 489	1 162	1 340	2 461	3 552	4 670	4 287
Danemark	1 509	1 844	2 225	1 373	4 041	3 018	2 484	4 045
Espagne	3 442	4 424	2 171	2 648	3 900	3 608	5 222	10 142
États-Unis	30 982	32 696	42 647	78 164	73 252	92 074	74 833	114 537
Finlande	2 708	-124	-753	1 409	4 297	1 498	3 598	4 405
France	36 220	25 115	30 416	19 732	24 381	15 760	30 419	35 591
Grèce ²	..	..	..	..	..	..	..	..
Hongrie	..	..	..	11	49	43	-3	431
Irlande ³	..	..	..	..	..	..	..	..
Islande	10	27	3	11	23	24	65	26e
Italie	7 612	7 326	5 948	7 221	5 109	5 732	6 465	12 164
Japon	50 774	31 688	17 301	13 916	18 117	22 629	23 420	25 992
Mexique	..	..	..	..	..	..	..	..
Norvège	1 478	1 840	-80	791	2 145	2 844	5 341	4 114
Nouvelle-Zélande ⁴	2 358	1 472	391	-1 386	2 015	1 747	-1 257	-756
Pays-Bas	15 288	13 577	14 366	12 343	17 405	19 629	23 214	20 157
Pologne	..	..	13	18	29	42	53	36
Portugal	165	474	687	141	283	689	785	1 856
République tchèque	..	..	21	101	120	37	25	25
Royaume-Uni	18 636	15 972	19 156	25 573	28 251	44 329	34 125	58 313
Suède	14 743	7 053	409	1 357	6 698	11 221	4 662	11 382
Suisse ⁵	6 709	6 212	6 050	8 765	10 798	12 214	15 981	14 516
Turquie	88	127	133	175	78	163	325	319
Total OCDE	231 018	191 430	178 589	202 830	237 418	307 366	288 573	382 022

Note : Données converties en fonction du taux de change en fin d'exercice.

p. Données provisoires.

e. Estimations nationales.

1. Rupture dans la série. A partir de 1994, données portant sur l'année civile.

2. Les données de 1996 et 1997 sont des estimations.

3. A partir de 1994, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

4. A partir de 1995, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

5. Données de l'exercice budgétaire à fin mars.

6. A partir de 1994, les données pour les sorties incluent les investissements du système bancaire polonais.

Source : OCDE/DAF à partir des données nationales.

Tableau 2. Position en investissements directs en fin d'exercice

a) Investissements dans les pays de l'OCDE

Millions de \$US

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997p
Allemagne ³	58 759	67 819	65 657	61 591	160 128	192 898	188 502	..
Australie ¹	75 801	78 018	79 857	75 450	92 389	101 548	119 051	..
Autriche ²	9 976	10 368	11 209	11 373	13 092	17 532	18 258	17 415
Belgique-Luxembourg	..	..	..	..	..	..	..	..
Canada	112 844	117 025	108 503	106 868	110 014	122 855	127 466	131 261
Corée	..	..	..	..	..	..	..	..
Danemark	..	..	..	..	..	..	..	..
Espagne	65 917	79 572	79 203	71 071	86 161	99 769	98 431	..
États-Unis	394 911	419 108	423 130	467 412	480 667	535 553	594 088	681 651
Finlande	5 132	4 220	3 689	4 217	6 714	8 464	8 797	9 040
France	86 508	97 799	100 209	103 197	123 887	143 673	143 937	..
Grèce	..	..	..	..	..	..	..	..
Hongrie	569	2 107	3 424	5 576	7 087	11 919	14 690	15 882
Irlande	..	..	..	..	..	..	..	..
Islande	147	165	124	117	128	129	197	308e
Italie	57 996	59 686	48 474	52 512	58 846	63 453	72 482	81 082
Japon ⁴	9 850	12 297	15 511	16 884	19 211	33 532	29 940	..
Mexique	..	..	..	..	..	..	..	..
Norvège	17 712	14 620	15 206	14 463	16 305	19 512	20 519	..
Nouvelle-Zélande ⁵	..	..	..	15 552	22 599	26 193	33 150	29 520
Pays-Bas	73 824	78 144	81 191	82 792	103 359	121 970	..	..
Pologne	109	425	1 370	2 307	3 789	7 843	11 463	..
Portugal	..	..	..	..	..	..	..	..
République tchèque	..	595	1 606	2 053	3 077	5 062	6 842	6 511
Royaume-Uni	218 213	224 680	185 925	196 811	218 211	203 825	235 513	266 262
Suède	12 461	18 085	13 773	13 007	22 247	30 489	34 202	..
Suisse	34 245	35 749	32 990	38 714	48 667	57 063	53 812	..
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..
Total OCDE	1 234 974	1 320 482	1 271 051	1 341 967	1 596 578	1 803 282	1 811 340	1 238 932

Note : Données converties en fonction du taux de change en fin d'exercice.

p. Données provisoires.

e. Estimations nationales.

1. Rupture dans la série. A partir de 1994, données portant sur l'année civile.

2. Les données de 1996 et 1997 sont des estimations.

3. A partir de 1994, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

4. A partir de 1995, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

5. Données de l'exercice budgétaire à fin mars.

6. A partir de 1994, les données pour les sorties incluent les investissements du système bancaire polonais.

Source : OCDE/DAF à partir des données nationales.

Tableau 2. Position en investissements directs en fin d'exercice (suite)

b) Investissements des pays de l'OCDE

Millions de \$US

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997p
Allemagne ³	112 037	129 442	133 772	138 039	213 654	258 142	271 241	..
Australie ¹	31 153	29 436	32 454	30 381	37 194	41 116	52 463	..
Autriche ²	4 498	6 030	6 862	8 111	9 282	11 702	12 781	12 269
Belgique-Luxembourg	..	..	..	..	..	..	..	..
Canada	84 808	94 382	87 870	92 468	101 967	118 307	129 257	135 521
Corée	2 339	3 376	4 511	5 588	7 623	10 500	13 796	16 546
Danemark	..	..	..	..	..	..	..	..
Espagne	15 654	20 532	20 911	22 403	28 331	34 489	36 616	..
États-Unis	430 521	467 844	502 063	564 283	640 320	717 554	777 203	860 723
Finlande	11 227	10 845	8 565	9 178	12 534	14 993	17 666	20 332
France	110 119	129 903	140 679	141 430	163 075	184 388	192 973	..
Grèce	..	..	..	..	..	..	..	..
Hongrie	..	..	..	226	291	489	493	900
Irlande	..	..	..	..	..	..	..	..
Islande	75	101	97	112	146	179	241	249e
Italie	59 039	65 912	65 816	76 422	81 383	97 038	107 441	124 977
Japon ⁴	201 441	231 791	248 058	259 795	275 574	238 452	258 612	..
Mexique	..	..	..	..	..	..	..	..
Norvège	10 278	11 196	13 144	13 482	16 909	22 519	..	..
Nouvelle-Zélande ⁵	..	..	..	4 400	5 904	7 678	9 328	6 807
Pays-Bas	109 094	119 713	124 746	124 820	149 023	177 279	..	..
Pologne ⁶	..	..	101	198	461	539	735	..
Portugal	..	..	..	..	..	..	..	..
République tchèque	..	..	..	..	..	..	..	..
Royaume-Uni	230 824	234 055	223 774	253 213	286 394	314 340	360 485	390 297
Suède	49 491	53 531	47 707	44 559	59 237	71 941	70 877	..
Suisse	66 086	75 884	74 413	91 571	112 586	142 479	143 189	..
Turquie	..	..	..	..	..	..	..	..
Total OCDE	1 528 684	1 683 953	1 735 543	1 880 679	2 201 888	2 464 124	2 455 397	1 568 621

Note : Données converties en fonction du taux de change en fin d'exercice.

p. Données provisoires.

e. Estimations nationales.

1. Rupture dans la série. A partir de 1994, données portant sur l'année civile.

2. Les données de 1996 et 1997 sont des estimations.

3. A partir de 1994, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

4. A partir de 1995, rupture dans la série (changement de méthode de calcul).

5. Données de l'exercice budgétaire à fin mars.

6. A partir de 1994, les données pour les sorties incluent les investissements du système bancaire polonais.

Source : OCDE/DAF à partir des données nationales.

Tableau 3. **Banques commerciales : résultat net¹**
En pourcentage du bilan total moyen

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Australie²						
Produits financiers nets	2.59	2.33	2.37	2.57	2.58	2.49
Résultat net	1.98	1.09	1.35	1.62	1.42	1.56
Autriche²						
Produits financiers nets	1.81	1.85	2.11	1.90	1.72	1.66
Résultat net	0.93	1.00	1.07	0.93	0.87	0.87
Belgique²						
Produits financiers nets	1.48	1.51	1.35	1.27	1.23	1.22
Résultat net	0.56	0.61	0.61	0.49	0.56	0.60
Canada						
Produits financiers nets	3.15	3.06	2.91	2.79	2.56	1.79
Résultat net	1.71	1.63	1.55	1.55	1.43	1.05
République tchèque²						
Produits financiers nets	..	..	..	3.64	2.77	2.69
Résultat net	..	..	..	2.76	1.72	0.89
Danemark³						
Produits financiers nets	3.39 ⁴	3.56	3.93	3.94	3.17	2.70
Résultat net	1.48 ⁴	0.59	2.41	0.93	2.17	1.72
Finlande						
Produits financiers nets	1.25	1.12	1.37	1.36	1.44	1.38
Résultat net	-1.10	-1.86	-1.73	-1.17	-0.57	0.33
France						
Produits financiers nets	1.43	1.16	0.93	0.89	0.80	0.70
Résultat net	0.48	0.60	0.60	0.34	0.46	0.31
Allemagne						
Produits financiers nets	2.16	2.21	2.18 ⁴	2.18	1.98	1.83
Résultat net	1.05	1.16	1.24 ⁴	1.06	0.92	0.89
Grèce						
Produits financiers nets	2.19	1.60	1.57	1.35	2.02	1.87
Résultat net	2.29	1.47	1.40	1.71	1.52	1.34
Hongrie						
Produits financiers nets	..	..	..	..	5.41	4.54
Résultat net	..	..	..	..	0.39	1.29
Islande³						
Produits financiers nets	5.06	4.96	5.00	4.71	4.57 ⁴	4.32
Résultat net	1.52	1.71	2.51	2.34	1.83 ⁴	1.90
Irlande²						
Produits financiers nets	..	..	..	..	2.97	2.53
Résultat net	..	..	..	..	1.72	1.58
Italie²						
Produits financiers nets	3.29	3.25 ⁴	2.99	2.67	2.85	2.71
Résultat net	1.49	1.34 ⁴	1.59	1.08	1.14	1.19
Japon						
Produits financiers nets	1.11	1.26	1.25	1.33	1.45	1.50
Résultat net	0.39	0.39	0.32	0.30	0.49	0.34
Corée						
Produits financiers nets	2.24	2.37	2.17	2.02	2.18	2.25
Résultat net	1.36	1.66	1.63	2.34	1.47	1.28

Tableau 3. **Banques commerciales : résultat net¹ (suite)**
En pourcentage du bilan total moyen

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Luxembourg						
Produits financiers nets	0.83	0.84	0.77	0.75	0.70	0.68
Résultat net	0.67	0.72	0.79	0.62	0.58	0.59
Mexique						
Produits financiers nets	5.37	6.09	6.37	5.07	5.10	3.28
Résultat net	2.39	3.23	3.77	2.32	3.29	2.15
Pays-Bas²						
Produits financiers nets	1.78	1.83	1.82 ⁴	1.89	1.84	1.84
Résultat net	0.82	0.85	0.92 ⁴	0.87	0.90	0.94
Nouvelle-Zélande²						
Produits financiers nets	2.98	2.92	2.77	2.78	2.85	2.52
Résultat net	1.35	1.30	1.30	1.30	1.50	1.27
Norvège						
Produits financiers nets	2.49 ⁴	2.93	3.08	2.84	2.53	2.26
Résultat net	-0.07 ⁴	1.55	2.20	1.24	0.92	0.89
Pologne						
Produits financiers nets	..	..	..	5.14	5.80	5.83
Résultat net	..	..	..	3.51	4.09	3.89
Portugal						
Produits financiers nets	4.97	.. ⁴	3.19	2.63	2.28	2.08
Résultat net	3.38	.. ⁴	1.84	1.29	1.05	1.08
Espagne						
Produits financiers nets	3.96	3.44	2.96 ⁴	2.64	2.34	2.15
Résultat net	2.25	1.78	1.75 ⁴	1.44	1.17	1.15
Suède						
Produits financiers nets	2.09 ⁴	2.19 ⁴	2.72	2.56	2.68	2.09
Résultat net	-0.58 ⁴	-1.70 ⁴	-0.58	0.77	1.19	1.31
Suisse²						
Produits financiers nets	1.56	1.65	1.86	1.41	1.33	1.25
Résultat net	1.50	1.55	1.86	1.36	1.34	1.06
Turquie						
Produits financiers nets	10.09	10.09	11.51	12.36	9.08	10.93
Résultat net	4.01	4.30	4.97	4.48	5.61	5.82
Royaume-Uni						
Produits financiers nets	2.97	2.62 ⁴	2.45	2.34	2.32	2.20
Résultat net	1.72	1.54 ⁴	1.63	1.48	1.47	1.35
États-Unis						
Produits financiers nets	3.62	3.89	3.90	3.78	3.72	3.73
Résultat net	1.79	2.11	2.23	2.02	2.11	2.22

1. Le produit financier net correspond au total des intérêts perçus moins les intérêts versés. Le résultat net est égal au total des produits et profits moins les charges et pertes d'exploitation.

2. Toutes catégories de banques.

3. Banques commerciales et caisses d'épargne.

4. Rupture dans la série.

Source : OCDE/DAFFE.

Tableau 4. Banques commerciales : provisions nettes
 En pourcentage du bilan total moyen (a) et en pourcentage du bénéfice brut (b)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Australie¹						
a.	1.20	1.10	0.56	0.31	0.17	0.10
b.	24.24	26.55	13.76	7.06	4.26	2.58
Autriche¹						
a.	0.52	0.66	0.58	0.51	0.44	0.44
b.	19.62	23.70	19.93	19.17	15.64	15.64
Belgique¹						
a.	0.31	0.38	0.24	0.14	0.24	0.22
b.	16.69	19.67	12.75	8.39	13.55	12.25
Canada						
a.	0.54	1.10	0.78	0.51	0.34	0.17
b.	11.93	24.81	18.26	11.92	8.56	6.08
République tchèque¹						
a.	..	..	..	2.25	1.39	0.73
b.	..	..	32.05	22.13	14.63	7.03
Danemark²						
a.	1.49 ³	1.79	1.76	0.92	0.76	0.49
b.	37.66 ³	56.86	35.81	27.36	16.14	12.28
Finlande						
a.	-0.01	-0.01	0.00	-0.05	-0.03	-0.05
b.	-0.36	-0.45	0.13	-1.72	-0.93	-1.58
France						
a.	0.23	0.53	0.63	0.53	0.37	0.28
b.	11.33	24.57	31.79	30.93	20.35	17.74
Allemagne						
a.	0.47	0.69	0.69 ³	0.52	0.41	0.39
b.	15.03	21.56	21.74 ³	17.64	14.75	15.29
Grèce						
a.	0.69	0.32	0.34	0.39	0.26	0.55
b.	14.60	8.48	9.08	9.34	6.10	13.02
Hongrie						
a.	..	..	..	..	-2.01	-0.91
b.	..	..	..	-23.92	-49.66	-18.63
Islande²						
b.	1.12	2.82	2.41	1.86	1.13 ³	1.05
a.	15.94	41.08	33.81	26.03	16.97 ³	15.95
Irlande²						
a.	..	..	..	..	0.16	0.13
b.	..	..	..	..	3.82	3.55
Italie¹						
b.	0.55	0.64 ³	0.78	0.80	0.78	0.69
a.	12.97	16.20 ³	19.05	23.18	21.76	19.07
Japon						
a.	0.07	0.13	0.14	0.19	0.66	0.31
b.	5.72	10.16	10.86	14.71	44.87	22.28
Corée						
a.	0.47	0.72	0.71	1.40	1.03	0.87
b.	12.84	17.66	17.07	28.46	24.84	22.48

Tableau 4. **Banques commerciales : provisions nettes (suite)**
En pourcentage du bilan total moyen (a) et en pourcentage du bénéfice brut (b)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Luxembourg						
a.	0.42	0.40	0.27	0.08	0.07	0.03
b.	36.87	33.43	21.04	7.53	6.18	2.55
Mexique						
a.	0.43	0.91	1.49	1.55	2.82	2.77
b.	5.95	11.49	17.66	24.01	39.99	46.78
Pays-Bas ¹						
a.	0.29	0.27	0.24 ³	0.18	0.16	0.18
b.	11.52	10.47	8.69 ³	6.62	5.85	6.14
Nouvelle-Zélande ²						
a.	0.66	0.62	0.06	-0.11	-0.01	-0.04
b.	13.21	13.77	1.38	-2.51	-0.21	-0.95
Norvège						
a.	4.50 ³	2.81	1.69	0.07	-0.25	-0.20
b.	146.01 ³	69.88	36.76	1.91	-6.88	-6.13
Pologne						
a.	..	..	..	2.01	0.39	0.18
b.	..	..	35.64	28.79	5.07	2.29
Portugal						
a.	1.77	.. ³	0.86	0.58	0.40	0.39
b.	28.94	25.70 ³	20.39	17.23	13.37	12.75
Espagne						
a.	0.69	0.66	1.74 ³	0.76 ³	0.45	0.42
b.	13.44	14.70	40.27 ³	21.61 ³	13.71	13.29
Suède						
a.	-3.42 ³	-1.95 ³	-0.73	-0.21	-0.14	0.01
b.	.. ³	-53.39 ³	-12.35	-5.26	-3.40	0.15
Suisse ¹						
a.	0.96	1.04	1.16	0.85	0.78	0.95
b.	30.53	32.25	31.98	27.77	25.29	30.48
Turquie						
a.	1.15	0.53	0.91	1.50	1.02	1.02
b.	12.55	5.62	9.51	17.06	10.75	10.93
Royaume-Uni						
a.	1.31	1.24 ³	0.87	0.33	0.30	0.20
b.	26.30	27.17 ³	19.72	8.08	7.41	5.68
États-Unis						
b.	1.03	0.78	0.47	0.28	0.31	0.37
a.	18.63	13.06	7.65	4.93	5.30	6.27

1. Le bénéfice avant impôt est égal au résultat net moins les provisions nettes.

2. Toutes banques.

3. Banques commerciales et caisses d'épargne.

4. Rupture dans la série.

Source : OCDE/DAFFE.

Tableau 5. **Banques commerciales : résultat avant impôt¹**
 En pourcentage du bilan total moyen (a) et en pourcentage du bénéfice brut (b)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Australie ²						
a.	0.78	-0.02	0.79	1.31	1.25	1.45
b.	15.72	-0.42	19.51	29.75	31.11	35.59
Autriche ²						
a.	0.41	0.34	0.49	0.42	0.39	0.43
b.	15.47	12.31	16.58	15.73	13.72	15.22
Belgique ²						
a.	0.25	0.23	0.37	0.34	0.33	0.39
b.	13.25	12.06	19.40	19.90	18.85	22.05
Canada						
a.	1.17	0.53	0.77	1.04	1.09	0.88
b.	26.02	12.01	17.89	24.51	27.80	31.12
République tchèque ²						
a.	..	..	..	0.51	0.33	0.17
b.	..	..	6.44	5.07	3.49	1.62
Danemark ³						
a.	-0.01 ⁴	-1.20	0.65	0.00	1.41	1.23
b.	0.23 ⁴	-38.23	13.10	0.13	29.86	30.84
Finlande						
a.	-1.08	-1.85	-1.73	-1.12	-0.55	0.37
b.	-37.14	-74.05	-61.66	-40.23	-19.95	12.37
France						
a.	0.25	0.06	-0.03	-0.18	0.09	0.03
b.	11.99	2.97	-1.51	-10.79	5.25	2.13
Allemagne						
a.	0.58	0.47	0.55 ⁴	0.54	0.51	0.49
b.	18.75	14.79	17.13 ⁴	18.58	18.51	19.09
Grèce						
a.	1.60	1.15	1.06	1.31	1.26	0.79
b.	34.07	30.47	28.20	31.18	29.63	18.91
Hongrie						
a.	..	..	..	..	1.59	2.06
b.	..	..	..	19.84	39.31	42.25
Islande ³						
b.	0.40	-1.11	0.10	0.48	0.70 ⁴	0.86
a.	5.69	-16.13	1.41	6.78	10.44 ⁴	13.02
Irlande ²						
a.	..	..	..	..	1.50	1.46
b.	..	..	..	..	35.42	39.05
Italie ²						
b.	0.94	0.70 ⁴	0.81	0.28	0.36	0.50
a.	22.08	17.90 ⁴	19.80	8.06	10.02	13.84
Japon						
a.	0.32	0.26	0.18	0.11	-0.17	0.03
b.	25.40	19.75	14.34	8.94	-11.41	1.98
Corée						
a.	0.89	0.93	0.92	0.94	0.44	0.41
b.	24.40	22.81	22.06	19.18	10.57	10.50

Tableau 5. **Banques commerciales : résultat avant impôt¹ (suite)**
 En pourcentage du bilan total moyen (a) et en pourcentage du bénéfice brut (b)

	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Luxembourg						
a.	0.26	0.32	0.52	0.53	0.51	0.56
b.	22.58	27.19	40.99	47.50	47.28	50.94
Mexique						
a.	1.96	2.32	2.28	0.76	0.47	-0.62
b.	26.88	29.31	27.11	11.80	6.63	-10.45
Pays-Bas ²						
a.	0.53	0.58	0.68 ⁴	0.70	0.74	0.77
b.	20.98	22.30	24.7 ⁴	26.32	26.86	26.58
Nouvelle-Zélande ²						
a.	0.69	0.68	1.23	1.41	1.51	1.30
b.	13.87	15.09	27.14	32.29	33.74	32.40
Norvège						
a.	-4.56 ⁴	-1.26	0.52	1.17	1.17	1.09
b.	-148.19 ⁴	-31.36	11.25	30.66	31.88	33.28
Pologne						
a.	..	..	..	1.49	3.70	3.72
b.	..	..	21.49	21.39	48.08	48.36
Portugal						
a.	1.60	.. ⁴	0.98	0.71	0.65	0.69
b.	26.15	20.83 ⁴	23.42	21.00	21.69	22.93
Espagne						
a.	1.56	1.12	0.01 ⁴	0.68 ⁴	0.73	0.73
b.	30.50	24.75	0.21 ⁴	19.28 ⁴	22.22	22.91
Suède						
a.	2.84 ⁴	0.25 ⁴	0.15	0.98	1.33	1.30
b.	101.54 ⁴	6.86 ⁴	2.54	24.16	31.85	35.51
Suisse ²						
a.	0.54	0.50	0.70	0.51	0.56	0.11
b.	17.18	15.62	19.38	16.60	18.27	3.39
Turquie						
a.	2.86	3.76	4.05	2.98	4.59	4.80
b.	31.16	39.80	42.14	33.95	48.42	51.14
Royaume-Uni						
a.	0.40	0.31 ⁴	0.76	1.15	1.17	1.15
b.	8.02	6.71 ⁴	17.13	27.83	28.76	31.99
États-Unis						
a.	0.76	1.33	1.76	1.73	1.81	1.85
b.	13.71	22.25	28.51	30.05	31.43	31.18

1. Le bénéfice avant impôt est égal au résultat net moins les provisions nettes.

2. Toutes banques.

3. Banques commerciales et caisses d'épargne.

4. Rupture dans la série.

Source : OCDE/DAFFE.

Index des études spéciales publiées récemment

FMT n°	Titre	Date
70	Préserver la prospérité dans une société vieillissante : les enjeux démographiques et l'action des pouvoirs publics	Juin 1998
70	Les mouvements de capitaux vers les marchés émergents induits par le vieillissement	Juin 1998
70	Systèmes privés de pension : résumé et considérations politiques (partie I)	Juin 1998
70	Tendances récentes de l'investissement étranger	Juin 1998
70	Développement des marchés de valeurs mobilières dans les économies en transition	Juin 1998
69	La valeur actionnariale et le marché du contrôle des entreprises dans les pays de l'OCDE	Mars 1998
69	Le nouveau paysage financier en Europe centrale et orientale	Mars 1998
68	L'impact des investisseurs institutionnels sur les marchés de capitaux dans les pays de l'OCDE	Novembre 1997
68	Groupe d'action financière sur le blanchiment de capitaux – Rapport annuel 1996-1997	Novembre 1997
67	Tendances récentes de l'investissement direct étranger	Juin 1997
67	La réforme de la réglementation dans le secteur des services financiers : Où en sommes-nous ? Où allons-nous ?	Juin 1997
66	Privatisations : tendances récentes	Mars 1997

LES ÉDITIONS DE L'OCDE, 2, rue André-Pascal, 75775 PARIS CEDEX 16
IMPRIMÉ EN FRANCE
(27 98 03 2 P) ISBN 92-64-25956-2 – n° 50442 1999
ISSN 0378-6528