

PARLEMENT EUROPÉEN



---

***Direction Générale des Études***

DOCUMENT DE TRAVAIL

**LE MARCHÉ UNIQUE  
DES SERVICES FINANCIERS:  
EFFETS SUR LA CROISSANCE, L'EMPLOI  
ET L'ÉCONOMIE RÉELLE**

***Série Affaires économiques***

*ECON 124 FR*

Le présent document est publié en EN (version originale), FR et DE.

Vous trouverez en fin de document une liste des publications récentes dans la Série Affaires économiques.

**ÉDITEUR:** Parlement européen  
L-2929 Luxembourg

**AUTEUR:** Simona Amati  
Direction Générale des Études  
Division Affaires économiques, monétaires et budgétaires  
Tél.: (00352)4300-22476  
Fax: (00352)4300-27721  
Internet: samati@europarl.eu.int

**RÉDACTEUR:** Ben Patterson  
Direction Générale des Études  
Division Affaires économiques, monétaires et budgétaires  
Tél.: (00352)4300-24114  
Fax: (00352)4300-27721  
Internet: gpatterson@europarl.eu.int

Les opinions exprimées dans le présent document de travail sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position du Parlement européen.

Reproduction et traduction autorisées, sauf à des fins commerciales, moyennant mention de la source, information préalable de l'éditeur et transmission d'un exemplaire à celui-ci.

Manuscrit achevé en octobre 2000.

PARLEMENT EUROPÉEN



---

***Direction Générale des Études***

DOCUMENT DE TRAVAIL

**LE MARCHÉ UNIQUE  
DES SERVICES FINANCIERS:  
EFFETS SUR LA CROISSANCE, L'EMPLOI  
ET L'ÉCONOMIE RÉELLE**

***Série Affaires économiques***

*ECON 124 FR*

*09-2001*



## RÉSUMÉ

### 1. Introduction

En chantier depuis 1973, le marché unique des services financiers constituera un moteur pour la croissance et la création d'emplois dans l'Union européenne. La mise en place de ce marché unique a pour objectif principal de développer d'ici 2005 au niveau européen des marchés des services financiers et des capitaux entièrement intégrés du point de vue prudentiel.

Sur le plan politique, l'échéance de mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers a été fixée à 2005 lors du Conseil européen de Lisbonne organisé en mars 2000. Le but visé consiste à supprimer tous les obstacles aux investissements des fonds de pension et à la commercialisation transfrontalière de services et de produits d'investissement, à accroître la comparabilité des états financiers des entreprises et à améliorer la profondeur et le fonctionnement du marché du capital-risque en augmentant les possibilités de financement de nouvelles entreprises.

Le présent document examine les effets possibles des actuelles modifications des marchés financiers sur la création d'emplois et le potentiel de croissance dans la Communauté européenne. Le premier chapitre analyse les évolutions des marchés financiers de gros et de détail. Le second chapitre est consacré à la création d'un marché du capital-risque sain et à ses effets bénéfiques sur l'emploi en Europe.

### 2. Le marché de gros

La **vague de concentrations boursières** représente l'une des grandes évolutions constatées récemment sur le marché de gros. Le fait de savoir si ces concentrations sont le meilleur moyen d'accroître l'efficacité du marché est une question qui prête évidemment à débat. Les concentrations impliquent des coûts de transformation mais, par ailleurs, les accords de coopération et les liaisons entre les places boursières peuvent s'avérer encore plus coûteux et exigeants que les concentrations.

Les concentrations ont pour but de créer, une fois leur masse critique atteinte, une valeur ajoutée considérable pour les actionnaires. Pour les investisseurs, émetteurs et intermédiaires, quelle que soit leur taille, l'un des avantages des concentrations réside dans la possibilité de bénéficier de marges plus basses grâce au taux de liquidité plus élevé.

L'expérience nous montre que de nombreuses concentrations boursières projetées se sont révélées difficiles à mettre en œuvre. Les échecs proviennent en particulier des difficultés d'harmonisation des réglementations nationales et de la *tendance à préserver la position de la bourse nationale et ses caractéristiques propres*. Les six concentrations boursières qui ont échoué ont rencontré des difficultés liées aux procédures de cotation communes et à la structure administrative commune. Si la surveillance est simplement répartie entre deux centres, il est possible d'adopter un *comportement d'arbitrage de régulation*, les entreprises alternant entre les cotations des deux centres afin d'obtenir un avantage concurrentiel de régulation.

Comme les bourses sont de plus en plus influencées par les règles actuelles sur la concurrence des marchés, il faut accorder davantage d'importance aux rendements internes. La nécessité de réduire les frais d'exploitation impose de diminuer la fragmentation des processus de compensation et de règlement. À cet effet, le premier pas consiste à créer une contrepartie centrale pour tous les titres dans toutes les devises mais, comme les organisations de compensation sont souvent détenues par les bourses dont elles assurent la compensation des produits, les bourses doivent fusionner. Tout retard dans la mise sur pied d'un marché efficace

des titres et de leurs dérivés ne fait qu'entraver la création d'un marché commun du capital-risque.

En relation avec cette vague de concentrations, qui représente un apport croissant pour le secteur financier, des **possibilités d'investissement plus étendues**, en particulier pour les investisseurs institutionnels, aideront à soutenir la tendance à la croissance du secteur financier et permettront la création dans l'Union européenne de marchés financiers plus liquides et plus profonds.

L'une des grandes entraves au développement du marché du capital-risque dans la Communauté est la réticence des investisseurs à placer leur épargne dans des entreprises dont les résultats sont relativement imprévisibles, donc risqués. En matière d'information, l'un des efforts que pourraient consentir les entreprises dans le but d'inciter les investisseurs à investir consisterait à augmenter **la transparence et la comparabilité de leurs états financiers**. Il en résulterait directement une croissance de la concurrence entre les entreprises de secteurs apparentés. Mais le fait que différentes normes comptables sont autorisées réduit les possibilités de comparaison des états financiers au niveau national et, à plus forte raison, international. Cette situation crée une confusion parmi les investisseurs et entrave la levée de capitaux sur les marchés d'autres États membres.

Les entreprises actives dans les nouvelles technologies, par exemple les entreprises "dotcom", constituent un défi supplémentaire pour les comptables. Les "dotcom" débarquent sur le marché à partir d'un concept et de quelques personnes. Leurs bilans manquent d'immobilisations corporelles. En revanche, elles dépendent de façon vitale du capital humain, lequel n'apparaît pas au bilan. Leurs principales ressources sont incorporelles. Pourtant, les investisseurs placent leur argent dans ces entreprises dans l'espoir de rendements massifs avec un minimum d'effort.

En relation directe avec les normes financières, soulignons les questions de **droit européen des sociétés**, en particulier dans le domaine des concentrations d'entreprises. L'une des exigences fondamentales consiste à réorganiser les compétences de la Commission européenne et des autorités nationales de concurrence. Le fait que diverses autorités de différents pays puissent être concernées par les procédures de notification et d'enquête est susceptible de donner lieu à des divergences de priorités et à des actions de remédiation conflictuelles. L'on peut se demander en particulier si une concentration donnée est susceptible de déboucher sur des pertes d'emplois ou une augmentation de l'emploi. La prise en compte de l'aspect "intérêt général" peut se traduire par le rejet des concentrations qui menacent l'emploi. Par contre, la prise d'une position "insensible à l'emploi" est centrée sur le fonctionnement optimal du marché, dans le cadre duquel l'emploi est considéré comme un produit secondaire.

*La meilleure solution consiste à étendre la juridiction de la Commission aux concentrations qui relèvent du cadre juridique de plusieurs systèmes nationaux.* Lorsque des concentrations ont un effet sur le commerce intracommunautaire, il convient d'adopter une approche uniforme, de préférence par la mise en place d'une autorité unique. Compte tenu des différences existant entre les cadres juridiques et fiscaux, notamment en ce qui concerne les informations requises par les diverses autorités réglementaires, l'harmonisation serait impossible. La centralisation des systèmes représente la meilleure solution.

Les **régimes de pension** constituent l'un des principaux aspects concernant le marché de gros des services financiers. Comme *des barrières fiscales discriminatoires faussent la concurrence et limitent la mobilité du travail*, les régimes de pension complémentaire ne peuvent bénéficier d'économies d'échelle. Les organismes responsables de ces régimes sont obligés de créer des produits nationaux spécifiques et d'élaborer des politiques

d'investissement particulières pour des marchés précis. Les produits nationaux spécifiques acquièrent ainsi des caractéristiques uniques, nécessaires pour pouvoir bénéficier d'avantages fiscaux. Un des effets directs de cette situation se traduit par la forte fragmentation des produits de pension qui reflète les différences de contextes nationaux, ce qui entraîne une augmentation des frais de transaction et débouche souvent sur la présence d'une multiplicité d'infrastructures spécifiquement nationales nécessaires à la gestion des produits de pension, cause supplémentaire de frais.

Un règlement de la Communauté devrait veiller à ce que les travailleurs migrants ne soient pas soumis à la double imposition, ce qui ne sera possible que si les divers pays se mettent d'accord sur un régime fiscal commun. La perte de revenus est l'une des principales difficultés liées à la possible déductibilité des cotisations de pension. Néanmoins, de substantiels revenus compensatoires provenant de l'imposition des versements de pensions apparaîtront après quelques années. Cette solution entraîne donc un changement de la programmation des revenus, et non une perte de revenus. De plus, la réforme des pensions améliorera la compétitivité de l'UE car elle entraînera une plus grande liquidité des fonds de pension, élément propice au développement d'un marché du capital-risque.

Parallèlement à la création d'une approche de niveau communautaire, la reconnaissance mutuelle des fonds de pension doit être encouragée à court terme. Ceci implique l'octroi non discriminatoire d'avantages fiscaux dans le pays d'accueil tant pour les cotisations des travailleurs que des employeurs versées aux régimes de pension des pays d'origine. De plus, il faut éviter d'imposer les cotisations patronales versées aux régimes de pension des pays d'origine comme s'il s'agissait de revenus de travailleurs.

Source de capitaux à moyen terme, les fonds de pension peuvent améliorer le flux de capitaux au bénéfice du secteur privé, pour autant qu'il existe un cadre de surveillance adéquat assurant la protection des bénéficiaires. La croissance des fonds de pension et le développement de leurs stratégies d'investissement stimulent la création d'emplois tout en réduisant les coûts non salariaux du travail.

### **3. Le marché de détail**

Les marchés financiers de détail se développent dans plusieurs directions mais les évolutions principales concernent le secteur du commerce électronique.

Les schémas de productivité de l'économie changent. De nouveaux produits apparaissent, qui échappent aux définitions traditionnelles, et des produits existants sont produits plus efficacement. Le marché se caractérise essentiellement par l'offre de paquets "produit et service" (à savoir des ventes liées à des services de maintenance, des ventes de suivi, livraisons, etc.). L'Internet donne un coup de fouet aux revenus car des *marchés auparavant inaccessibles deviennent accessibles et les obstacles à l'accès ont été supprimés*. Cette évolution entraîne un surcroît de concurrence sur le marché et une pression à la baisse sur les coûts, condition pour conserver les avantages concurrentiels. Des difficultés surgissent dans les cas où des produits traditionnels ne sont pas sensibles aux aspects temporels ou ne dépendent pas de données, et ne peuvent être livrés directement par le biais de câbles. L'ouverture des marchés ira de pair avec un renforcement de la concurrence, un choix plus vaste pour les clients, une diminution des prix et une amélioration des services. L'amélioration de l'interactivité du marché contribue à l'adaptation des produits et services aux besoins individuels des consommateurs.

Grâce à des infrastructures peu onéreuses utilisées pour la promotion des produits, les réseaux et les technologies électroniques permettent aux petites entreprises d'agir comme leurs concurreurs de grande taille. La technologie offre la possibilité de *personnaliser les produits et*

*les services sur une plus grande échelle et de travailler ainsi dans des segments de marché plus spécialisés. Comme le Web a un effet égalisateur considérable et que l'avantage concurrentiel des leaders de marché est limité dans le temps, l'unique façon de conserver cet avantage consiste à disposer d'une infrastructure souple qui permet d'innover en permanence. Le commerce électronique réduit la distance qui sépare producteurs et consommateurs, et les intermédiaires changent de rôle. Ce ne sont plus les détaillants ou grossistes traditionnels qui sont nécessaires, mais des fournisseurs d'accès réseau, des fournisseurs d'authentification et de certification ainsi que des infrastructures de systèmes de paiement électronique.*

La proposition de directive qui crée une nouvelle forme d'établissement de crédit, les instituts de monnaie électronique, impose des obligations en matière d'autorisation par les autorités compétentes, de besoins en capitaux initiaux et de limitations des investissements. Outre le fait qu'il renforce la concurrence, le cadre juridique augmente l'efficacité des opérations de paiement car un environnement de réseau plus sécurisé permet d'effectuer ces opérations plus rapidement et à moindre coût.

L'impact sur l'emploi est direct. La dissémination de la technologie crée le besoin de *nouveaux types de métiers* et donc de nouvelles opportunités d'emploi stable. De plus, l'augmentation du nombre d'établissements de crédit et du volume d'affaires créera des emplois tant au niveau national que transfrontalier. Outre les ressources financières requises pour le développement de plans de commerce électronique, ressources qui font défaut aux entreprises à l'heure actuelle, des ressources en matière de management qualifié sont nécessaires pour la mise en œuvre de ces plans.

Par ailleurs, une nouvelle technologie est jugée sur sa capacité à permettre aux entreprises de réorganiser leurs processus de production en vue d'un gain d'efficacité. La nouvelle économie offre aux entreprises la possibilité de réorganiser leurs affaires en passant à une structure organisationnelle plus décentralisée, basée sur l'externalisation et l'approvisionnement en ligne. Les entreprises traditionnelles s'efforcent d'adapter le commerce électronique et les technologies de la nouvelle économie à cette structure. Cette évolution concerne toutes les entreprises qui ne sont pas en ligne. La plupart des entreprises qui ont un site Web cherchent encore à l'exploiter dans le but de mieux répondre aux besoins des clients.

#### **4. Le marché du capital-risque**

Le marché des capitaux européens est mené par la finance des acquisitions. Le marché du crédit et le marché obligataire apportent une gamme de produits financiers complémentaires, les crédits servant au financement immédiat des concentrations et des acquisitions, le marché obligataire permettant pour sa part le refinancement à long terme à des stades successifs.

La conjoncture actuelle oblige les entrepreneurs européens à dépendre des emprunts bancaires pour le lancement de leurs entreprises. Cette dépendance est particulièrement inappropriée et inefficace dans le cas des "start-up", pour lesquelles la marge brute d'autofinancement est susceptible d'être limitée, voire négative. Les services bancaires ont le désavantage d'être moins souples sur le plan des tarifs et des délais, et plus chers. Contrairement au capital-risque, ces services n'offrent en général pas de fonction consultative de soutien.

Comparé à celui des États-Unis, le marché européen de titrisation n'est pas homogène. Les entreprises américaines peuvent regrouper des actifs libellés dans la même devise que celle qui est utilisée pour l'émission d'obligations. Même si l'emploi de l'euro pour ce marché peut remédier à cet inconvénient, les régimes réglementaires des États membres présentent encore des divergences.



Dans ces circonstances, les entreprises doivent, afin d'attirer les investisseurs, respecter les normes de publicité, de transparence et de gestion d'entreprise, ce qui est néanmoins particulièrement difficile pour les petites et moyennes entreprises. Pour cette raison, il importe que des règles uniformes de comptabilité, de publicité et de transparence soient fixées pour chaque entreprise. Par ailleurs, les marchés boursiers réglementés et les organisations réglementaires présentent une forte fragmentation. Une consolidation est nécessaire, tant au niveau du marché que des organes de surveillance, par l'établissement d'une autorité de surveillance unique qui permettrait d'améliorer la capitalisation du marché et l'uniformité des règles appliquées. Ces deux aspects sont cruciaux pour le capital-risque.

Certaines nouvelles formes de financement, par exemple les "incubateurs" qui offrent en échange d'actions des fonds et une expertise aux entreprises de la nouvelle économie, ne sont pas couvertes par un cadre d'autorisation. Elles s'exposent donc à un risque de litiges en cas de non-respect des contrats. Sur le plan commercial, l'absence d'un cadre législatif applicable au commerce électronique entrave donc son développement potentiel. Les autres facteurs qui inhibent le développement du commerce électronique sont la lenteur des connexions aux réseaux électroniques, le manque de connexions sûres, le manque de services ou produits adéquats, une connaissance insuffisante du processus et le manque de sécurité des opérations. Les deux derniers aspects cités sont particulièrement importants pour le développement du commerce électronique.

## 5. Conclusions

Les services financiers – les secteurs bancaire et des assurances – représentent un pourcentage considérable du PIB de l'UE et ont un potentiel d'emploi élevé. Comme la situation européenne se caractérise par une fragmentation élevée tant au niveau économique que législatif, le but consiste à mettre sur pied un mécanisme conduit par le marché afin de passer d'un cadre fragmenté à un cadre *spécialisé*, dans lequel la dimension géographique est remplacée par une *orientation sectorielle*. Cette évolution concerne les marchés financiers tant de gros que de détail.

L'objectif à long terme de réalisation d'un marché unique des services financiers consiste à créer et développer un *marché des capitaux efficace*. Cela réduira les coûts de la levée de capitaux et permettra de fournir une *réponse beaucoup plus rapide* aux besoins spécifiques des opérateurs des marchés financiers. Un temps de réponse plus bref est nécessaire pour atteindre la compétitivité et maintenir un avantage concurrentiel, en particulier pour les entreprises liées à la nouvelle économie.

Depuis une dizaine d'années, l'offre d'actions a plus que doublé grâce à la privatisation et à la libéralisation ainsi qu'à la restructuration des entreprises poussée par l'introduction de la monnaie unique. Les émetteurs deviennent plus *proactifs*: ils proposent spontanément une cotation sur le marché.

Le culte de l'investissement en actions attire de plus en plus d'adeptes. En particulier, il devient un mécanisme efficace d'affectation de *capitaux à long terme* au sein des économies. Malgré cela, la capitalisation boursière de l'UE n'atteint qu'environ la moitié de celle des États-Unis. Le pourcentage des échanges transfrontaliers est limité et l'épargne privée, soit 20% du PIB, n'est pas investie avec efficacité. En conséquence, la création d'emplois est limitée car le rendement de l'épargne privée et les décisions d'investissement ne sont pas optimisées. La capitalisation des investissements, des fonds de pension et des instruments d'assurance européens représentent à eux seuls plus que le PIB de l'UE.

La vague actuelle de propositions de concentration constitue l'une des *principales forces poussées par le marché* évoluant vers la spécialisation. Il ne s'agit toutefois pas d'établir des

liaisons entre différents portails techniques et opérationnels ni des liaisons stratégiques entre les marchés, mais plutôt de créer un environnement dans lequel des *segments spécialisés*, tant du côté de l'offre que de la demande, peuvent opérer avec efficacité. De plus, l'échec de certaines propositions de concentration a montré que les sentiments nationalistes et la divergence des intérêts économiques peuvent se traduire par des plans de concentrations incomplets. Les propositions de concentration doivent comprendre la création d'une contrepartie intermarchés centrale afin de permettre la réalisation d'une concentration complète des fonctions de règlement et de compensation.

Outre la création des conditions nécessaires au développement d'un marché des capitaux efficace, il faut en garantir la *facilité d'accès* à des conditions compétitives. La reconnaissance mutuelle des prospectus et de règles prudentielles et de surveillance basées sur le principe de l'État membre d'origine encouragerait les émetteurs et les intermédiaires à faire des affaires sans tenir compte des frontières, à moindre coût et sans discrimination à l'encontre des produits financiers étrangers.

En plus de la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers, toute action entreprise au niveau communautaire est soumise à la recherche d'un compromis entre l'harmonisation maximale des règles des entreprises au sein d'un système de contrôle du pays d'origine et une approche d'harmonisation minimale à adopter au sein d'un système de règles nationales dans le pays d'accueil.

Dans certains cas, en raison de la reconnaissance mutuelle de la fourniture de produits et services, des investisseurs peuvent faire les frais de *comportements discriminatoires* adoptés à l'encontre d'entreprises ou de fournisseurs de services étrangers, les produits offerts et autorisés par un État membre n'étant pas nécessairement autorisés dans un autre État membre. L'*harmonisation* peut donc s'avérer nécessaire lorsque la reconnaissance mutuelle des pratiques basées sur le principe de l'État membre d'origine ne fournit pas des conditions de concurrence parfaite.

Du côté de l'offre, les investisseurs doivent pouvoir *accéder librement à des possibilités d'investissement* sans être entravés par des barrières légales, administratives ou informationnelles, tant au niveau national qu'international. De meilleures conditions de publicité, la suppression des restrictions imposées aux investissements et l'harmonisation du traitement fiscal dans l'UE permettraient aux investisseurs institutionnels, qui gèrent actuellement une masse considérable d'épargne, d'accroître le rendement potentiel de leurs investissements.

L'harmonisation fiscale et la réduction des charges réglementaires et administratives améliorent la conjoncture, mais l'Europe a une longueur de retard en matière de *développement des marchés de services*. Le déficit d'emploi de l'Europe est déterminé en partie par un retard au niveau des services comparativement à d'autres économies, par exemple celle des États-Unis. La croissance de la "nouvelle économie" renforce la nécessité de supprimer les obstacles au commerce et à l'offre de nouveaux produits. La plupart de ces nouveaux produits devront être conçus comme des services plutôt que des biens, et la majorité des produits traditionnels devront être *réorientés et repensés* afin de pouvoir être offerts comme des services.

## TABLE DES MATIÈRES

<b>RÉSUMÉ.....</b>	<b>III</b>
1. INTRODUCTION.....	III
2. LE MARCHÉ DE GROS.....	III
3. LE MARCHÉ DE DÉTAIL.....	V
4. LE MARCHÉ DU CAPITAL-RISQUE.....	VI
5. <i>Conclusions</i> .....	vii
<b>INTRODUCTION.....</b>	<b>1</b>
<b>CHAPITRE I – LE MARCHÉ DE GROS.....</b>	<b>5</b>
ÉVOLUTIONS DES MARCHÉS BOURSIERS.....	5
1. <i>Le pour et le contre</i> .....	8
2. <i>Autres propositions de concentrations</i> .....	13
3. <i>Effets</i> .....	15
OPCVM.....	19
1. <i>Effets</i> .....	22
DECLARATIONS FINANCIÈRES.....	25
1. <i>Comptabilité</i> .....	25
2. <i>Effets</i> .....	28
3. <i>Contrôle</i> .....	29
4. <i>Effets</i> .....	32
DROIT DES SOCIÉTÉS.....	34
1. <i>Concentrations transfrontalières</i> .....	34
2. <i>Effets</i> .....	36
3. <i>Offres publiques d'acquisition</i> .....	39
4. <i>Effets</i> .....	41
RETRAITES: LE LIVRE VERT.....	42
1. <i>Règles prudentielles</i> .....	46
2. <i>Risques</i> .....	49
3. <i>Cadre de surveillance</i> .....	51
4. <i>Libre circulation des travailleurs</i> .....	52
5. <i>Effets</i> .....	55
<b>CHAPITRE II - LE MARCHÉ DE DÉTAIL.....</b>	<b>61</b>
COMMERCE ÉLECTRONIQUE.....	61
1. <i>Monnaie électronique</i> .....	62
2. <i>Effets</i> .....	65
3. <i>Tendances futures</i> .....	68
ASSURANCES.....	70
1. <i>Agrément et contrôle financier</i> .....	70
2. <i>La marge de solvabilité</i> .....	72
3. <i>Autres paramètres</i> .....	73
4. <i>L'intérêt général</i> .....	75
5. <i>La médiation en assurances</i> .....	76
6. <i>Tendances futures</i> .....	77

<b>CHAPITRE III - CAPITAL-INVESTISSEMENT .....</b>	<b>79</b>
1. Accès aux marchés boursiers spécialisés.....	82
2. Fiscalité .....	83
3. Les "business angels".....	84
4. Le regroupement .....	85
5. Les systèmes d'éducation et de formation .....	85
6. Le fardeau administratif .....	87
7. Création d'emplois.....	88
8. Tendances futures .....	91
<b>CONCLUSIONS ET PERSPECTIVES .....</b>	<b>95</b>
<b>BIBLIOGRAPHIE .....</b>	<b>101</b>
INSTITUTIONS EUROPEENNES.....	101
AUTRES INSTITUTIONS ET CENTRES DE RECHERCHE.....	103
OUVRAGES .....	103
ARTICLES .....	104
ADRESSES ELECTRONIQUES.....	107
<b>ANNEXE 1 .....</b>	<b>111</b>
<b>ANNEXE 2 .....</b>	<b>115</b>
<b>PUBLICATIONS RÉCENTES DANS LA SÉRIE AFFAIRES ÉCONOMIQUES .....</b>	<b>127</b>

## Graphiques, tableaux et encadrés

GRAPHIQUE 1 .....	6
GRAPHIQUE 2.....	9
GRAPHIQUE 3.....	10
GRAPHIQUE 5.....	34
GRAPHIQUE 6.....	44
GRAPHIQUE 7.....	45
GRAPHIQUE 8.....	48
ENCADRE 1 .....	59
ENCADRE 2 .....	73
GRAPHIQUE 10.....	82
GRAPHIQUE 11 .....	86
GRAPHIQUE 12.....	90
TABLEAU 1 TYPES D'INVESTISSEMENT EN CAPITAL-RISQUE .....	92
TABLEAU 2: SELECTION DE PAYS APPLIQUANT DES DISPOSITIONS EN MATIERE DE NOTIFICATION.....	111
TABLEAU 3: REGIMES NATIONAUX D'ASSURANCE-VIEILLESSE .....	115
TABLEAU 4: REGIMES PROFESSIONNELS DE RETRAITE.....	117
TABLEAU 5: ORGANISMES ET PRINCIPES DE SURVEILLANCE .....	120
TABLEAU 6: REGLES PRUDENTIELLES APPLICABLES AUX FONDS DE PENSION ET REGIME FISCAL DES RETRAITES PROFESSIONNELLES.....	122
TABLEAU 7: PLANS DE RETRAITE PERSONNELS / ACCORDS INDIVIDUELS.....	125

## INTRODUCTION

Les progrès accomplis pour réaliser un marché unique des services financiers doivent être considérés dans le contexte plus large de la mondialisation. En particulier, l'introduction dans le système financier international de nouvelles technologies et d'applications avancées a créé une nouvelle dimension de concurrence qui se traduit par une suppression des barrières géographiques. De ce fait, des marchés traditionnels se sont transformés en marchés spécialisés et segmentés, et la structure du marché s'est modifiée grâce à la suppression des impératifs horaires des opérations effectuées.

Les marchés financiers ont répondu à ces changements en développant une présence transfrontalière et en commençant à opérer au niveau mondial. Néanmoins, la nécessité d'un cadre juridique harmonisé se fait de plus en plus sentir. La plupart des activités de concentration récentes, notamment les concentrations boursières, évoluent d'une situation de fragmentation géographique à une segmentation fonctionnelle dans laquelle la spécialisation revêt une importance croissante.

Cette évolution implique une déréglementation suivie d'un nouveau processus de réglementation avec une mise en œuvre au niveau international et non national. Les évolutions du secteur financier sont définies à tort comme une résultante de la libéralisation. Toutefois, les changements technologiques et la tendance des variables macroéconomiques jouent aussi un rôle important.

Au début des années 60, les initiatives de l'Union européenne visant à libéraliser le secteur financier ont échoué, alors que l'ambition d'uniformiser les services financiers dans la Communauté a stimulé la création d'un marché unique. Dans tous les pays, cependant, le secteur financier est plus réglementé que les autres secteurs. Les services financiers influencent toutes les performances économiques et peuvent avoir un effet de contagion sur d'autres secteurs économiques. De plus, les activités bancaires et des assurances gagnent en importance stratégique en fonction de leur emplacement géographique. Ce dernier constat souligne la nécessité de moins recourir à une approche nationale. Pour cette raison, la tendance actuelle peut se définir comme une *transnationalisation financière*.

En chantier depuis 1973, le marché unique des services financiers sera un moteur pour la croissance et la création d'emplois dans l'Union européenne. La mise en place de ce marché unique a pour objectif principal de développer d'ici 2005 au niveau européen un marché des services financiers et des capitaux intégré du point de vue prudentiel.

Les objectifs principaux sont les suivants:

- créer un environnement sûr dont tous les consommateurs et investisseurs peuvent tirer un bénéfice maximal et obtenir une meilleure affectation des ressources pour des coûts d'investissement moindres;
- réaliser une plus grande mise en commun des liquidités;
- renforcer l'économie européenne et le potentiel d'investissement émanant de l'étranger;
- améliorer l'esprit d'entreprise et une économie fondée sur la connaissance.

L'introduction de l'euro a permis de réduire au minimum le coût du capital et de l'intermédiation financière. Néanmoins, les marchés financiers de l'Union sont encore confrontés à un système partiellement fragmenté et segmenté, en raison d'une série de facteurs:

- l'existence d'un grand nombre de bourses nationales indépendantes;
- le caractère inefficace et onéreux des systèmes de compensation et de règlement;

- la rareté des cotations paneuropéennes;
- le faible niveau d'investissement dans le capital-risque;
- le développement de nouveaux moyens, par exemple les ATS<sup>1</sup> ou les ECN<sup>2</sup>, qui nécessitent le renouvellement du cadre de protection du consommateur, des dispositions de sécurisation du commerce électronique et des règles de prévention de la fraude;
- l'existence de différentes autorités réglementaires et, partant, de différentes applications d'une même règle nationale.

Admettant le changement que subit l'environnement financier, le Conseil de Cardiff a invité en juin 1998 la Commission à faire sien un "cadre d'action" afin d'améliorer la création du marché unique des services financiers. En réponse à cette demande, une communication<sup>3</sup> a été adoptée par la Commission, qui a ainsi identifié une *série de questions nécessitant des mesures urgentes dans le but d'assurer sans restriction les avantages de la monnaie unique ainsi que le fonctionnement optimal du marché financier européen*<sup>4</sup>.

Sur le plan politique, cet objectif majeur a reçu un soutien à l'occasion de plusieurs Conseils européens<sup>5</sup>. Le Conseil européen de Lisbonne a fixé à 2005 l'échéance de mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers et établi les cinq priorités suivantes:

- suppression des obstacles aux investissements des fonds de pension et aux organismes de placement collectif en valeurs mobilières;
- amélioration de la comparabilité des états financiers des entreprises et de leur reconnaissance mutuelle internationale;
- révision de la directive concernant les services d'investissement dans le but de permettre aux prestataires de ce type de services d'effectuer des opérations transfrontalières sans subir d'entraves ni être confrontés à des formalités administratives qui font double emploi;
- création d'un passeport unique pour les émetteurs;
- amélioration de la profondeur et du fonctionnement du marché du capital-risque par l'augmentation du nombre de sources de financement, en particulier pour les "start-up".

Ce sommet a souligné l'importance croissante de la coopération pour conclure des accords en matière de commerce électronique et pour introduire des mécanismes de recours et des systèmes de résolution de litiges. L'amélioration du cadre juridique favorisera la confiance du consommateur. L'on y a demandé l'avancement rapide de la législation en attente concernant la vente à distance de services financiers ainsi que les offres de rachat. L'échéance de 2003 a en outre été fixée pour la mise en œuvre du plan d'action du capital-risque.

L'étalonnage des performances compétitives est l'un des instruments qu'utilisent actuellement les agents économiques et les pouvoirs publics pour évaluer les changements et les réalisations dans un secteur spécifique et déterminer leurs performances relatives. Cet instrument sert en particulier à évaluer le niveau de compétitivité dans l'UE de diverses entités économiques telles que les secteurs, régions ou entreprises. Il est basé sur deux éléments: d'une part, l'identification de l'origine de diverses structures concurrentielles et, d'autre part, les améliorations nécessaires. Pour le premier objectif, des indicateurs socio-économiques sont utilisés, par exemple les informations sur les comportements sociaux, les structures du

---

<sup>1</sup> Alternative Trading Systems (Systèmes alternatifs de négociation).

<sup>2</sup> Electronic Communication Networks (Réseaux électroniques de communication).

<sup>3</sup> COM(1998)625.

<sup>4</sup> COM(1999)232 final.

<sup>5</sup> Conseils européens de Lisbonne, Cardiff, Cologne et Helsinki.

marché, les pratiques commerciales, etc. Pour le second objectif, les bonnes pratiques relatives sont assimilées à un instrument de mobilisation des agents et des ressources afin de définir la future tendance des évolutions.

Le présent document a pour but d'examiner les effets possibles du développement actuel des marchés financiers sur la création d'emplois et sur le potentiel de croissance dans la Communauté. En suivant l'approche générale, il se divise en deux parties, avec une séparation entre les évolutions des marchés financiers de gros et de détail. Cette subdivision permet une séparation des différentes caractéristiques des opérateurs actifs dans ces deux secteurs de marché. La troisième partie est centrée sur les effets des marchés financiers sur le développement d'un marché du capital-risque, l'une des principales sources de la création d'emplois.





## CHAPITRE I – LE MARCHÉ DE GROS

### Évolutions des marchés boursiers

Certains grands facteurs externes, qui ont eu une influence notable sur l'environnement opérationnel des places boursières au cours de la dernière décennie, constituent un contexte en évolution rapide pour l'apparition de concentrations boursières stratégiques. Voici quelques-uns des principaux facteurs qui influencent le monde de la finance:

- la déréglementation et la libéralisation des économies;
- la concurrence de plus en plus forte entre les intervenants du marché et l'importance stratégique croissante de la taille des organismes de placement collectif;
- les évolutions technologiques actuelles des secteurs des communications et des affaires;
- la pression sur les engagements de pension à long terme;
- la consolidation du marché et le développement de structures de sécurité du marché et d'instruments financiers plus homogènes.

L'Internet, véhicule d'échange bon marché et rapide de plus en plus important, est un moteur extérieur qui change l'environnement opérationnel du commerce. Il en résulte une augmentation de la pression sur les intermédiaires – courtiers, teneurs de marché ou institutions boursières – pour qu'ils réduisent leurs coûts internes. De plus, le souhait de procéder à des investissements transfrontaliers à moindre coût, en particulier en Europe depuis l'introduction de la monnaie unique, amoindrit l'utilité des bourses séparées.

Le commerce des marchandises s'effectue au niveau mondial depuis longtemps, mais les marchés des actions ont toujours été caractérisés par des attitudes nationalistes en termes de réglementation, de normes comptables et le protectionnisme à l'égard du statut des bourses nationales en tant que centres financiers. Les investisseurs craignent le risque de change<sup>6</sup> et sont inquiets lorsqu'ils ont affaire à des sociétés inconnues pour eux. Ce n'est que depuis peu que les investisseurs commencent à connaître les avantages potentiels de l'étalement international des risques.

La limitation nationale est un aspect important qui caractérise les places boursières européennes. Il importe d'ouvrir les frontières aux opérations boursières. Aux États-Unis, les achats d'actions via l'Internet ont débuté voici environ cinq ans<sup>7</sup>. Les investisseurs ont été attirés par le faible niveau des commissions ainsi que par la facilité d'accès à l'information et les possibilités de négociation permettant un gain de temps. Des spécialistes ont déjà estimé qu'environ 10% des clients sont intéressés par des placements en actions internationales. Ce pourcentage est susceptible d'augmenter si les investisseurs s'habituent à opérer avec des sociétés et des émetteurs étrangers.

Les échanges boursiers ne se limitent pas aux seuls *achats et ventes d'actions*<sup>8</sup>. La concurrence nationale et même intranationale entre les bourses est déjà forte mais, parallèlement à cela, la pression des réseaux électroniques de communication (les ECN) s'est

---

<sup>6</sup> Les risques allant de pair avec les opérations d'investissement sont:

- le risque d'échange, dû aux fluctuations quotidiennes des cours;
- le risque de liquidation, dû à la situation de liquidité des membres compensateurs;
- le risque d'instrument, dû aux caractéristiques de l'instrument financier employé.

<sup>7</sup> En tant que système de négociation, l'Internet connaît encore certaines limitations. En particulier, il est trop lent pour être efficace sur un marché de gros, sans intermédiaires et accessible à tous les types d'investisseurs, indépendamment de leur taille.

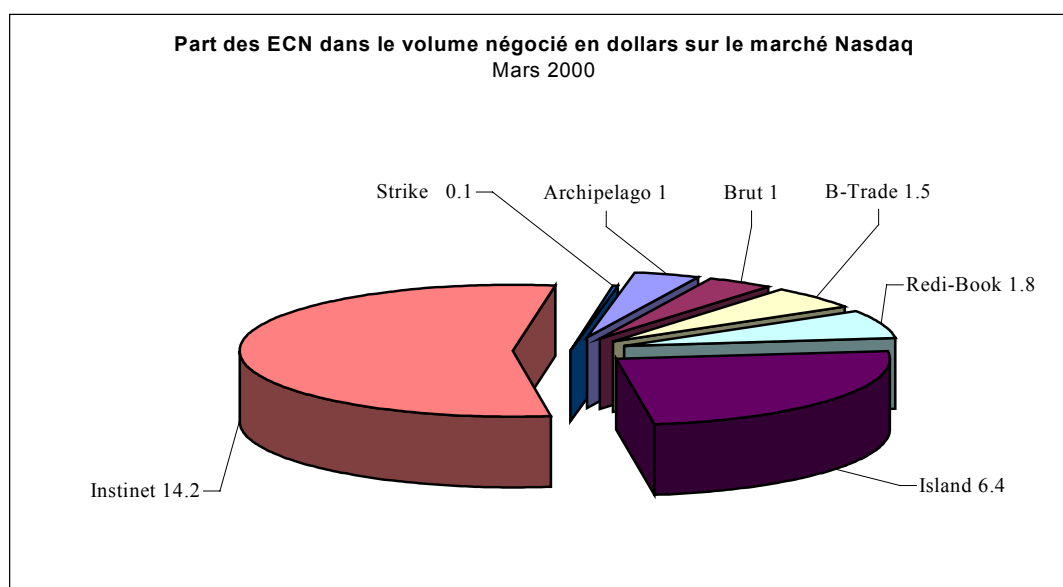
<sup>8</sup> *Financial Times*, 23 mai 2000.

traduite par une augmentation du nombre de participants et une érosion des volumes des opérations des bourses traditionnelles. L'heure à laquelle les offres publiques initiales (les IPO) seront répertoriées sur les ECN n'est plus si éloignée.

Les ECN ont été lancés après l'enquête antitrust menée en 1997, lorsque la *Securities and Exchange Commission* (la SEC<sup>9</sup>), la principale autorité réglementaire du marché, a introduit de nouvelles règles régissant les ordres boursiers. L'introduction de cette réglementation est une réaction au scandale de la bourse Nasdaq en 1996, lorsque les teneurs de marché ont été accusés d'élargir leurs marges de négociation de façon illégale. Les affaires des ECN ont augmenté au même titre que les volumes des opérations. Les systèmes électroniques offrent à l'investisseur un accès alternatif à la plupart des valeurs mobilières négociées dans les bourses classiques.

Les systèmes alternatifs de négociation (les ATS) et les ECN sont en essor aux États-Unis car ils offrent de hautes performances de liquidité pour les titres cotés à la bourse de New York (la NYSE). L'Europe voit aussi le développement de systèmes de négociation concurrents, par exemple Tradepoint ou Jiway<sup>10</sup>, qui rivalisent avec les marchés traditionnels, basés sur les cours et l'emploi du téléphone. Dans ce domaine, les places boursières européennes semblent moins vulnérables que leurs homologues américaines car elles s'appuient en partie sur des systèmes électroniques de négociation. D'un autre côté, les contreparties américaines sont avantagées au niveau des opérations de post-marché, déjà très intégrées. En réalité, les coûts et la complexité opérationnelle des systèmes de négociation évoluent lentement d'un système d'opérations de négociation vers un système d'opérations de post-marché, comme les services de compensation et de règlement.

### Graphique 1



Source: *Financial Times*

<sup>9</sup> La bourse de New York protège ses clients en veillant à ce que les sociétés membres disposent d'un capital d'exploitation suffisant. Elle effectue un audit annuel et les sociétés membres présentent un rapport annuel sur leurs activités. Le *Financial and Operational Surveillance Committee* et la *Securities and Exchange Commission* - la SEC - sont des organisations indépendantes. Elles établissent des lignes directrices permettant d'affronter les difficultés financières et d'anticiper l'érosion du capital.

<sup>10</sup> Jiway est le marché proposé pour les investisseurs en ligne.

Les ECN<sup>11</sup> réalisent des opérations nominales uniquement en négociant des titres de bourses classiques. Les règles fixées les dispensent d'accéder aux systèmes d'affichage des ordres de titres cotés. L'avantage des ECN réside dans l'emploi de l'Internet pour exécuter les ordres plus rapidement, et leurs prix sont compétitifs parce, pour la plupart, ils ne facturent pas de frais pour les firmes de négociation. De la sorte, des économies peuvent être répercutées sur le client. Seuls des frais relativement faibles sont prélevés par opération exécutée. Les ECN recherchent la meilleure affaire sur le marché, déterminent la méthode d'exécution et acheminent l'ordre. En conséquence, ils apportent de la liquidité au marché sans l'intervention de teneurs de marché. Les ECN font actuellement pression pour être considérés par la réglementation comme des bourses et non plus comme des systèmes de négociation, ce qui leur offrirait l'avantage de disposer de la cotation de toutes les valeurs boursières traditionnelles, d'avoir le statut de société indépendante et d'avoir des liaisons avec d'autres places boursières internationales.

La réussite des ECN qui traitent des proportions croissantes d'affaires boursières a suscité des inquiétudes concernant la dispersion des liquidités entre différents systèmes de négociation. Des preuves empiriques montrent que la concurrence a déjà valu aux clients des avantages considérables. La vieille rivalité entre la NYSE et le Nasdaq en est une démonstration claire. C'est en particulier dans le cas du marché des valeurs à revenu fixe que le transfert d'une grande quantité d'opérations vers les systèmes électroniques de négociation permet une formation plus efficace des cours sur un marché notablement opaque et relativement non liquide<sup>12</sup>. D'autre part, des pressions internes et externes se combinent avec l'existence de petits obstacles à l'accès pour placer les bourses traditionnelles dans une situation précaire caractérisée par des marges étroites.

L'explosion des réseaux électroniques de communication (ECN) au cours de la dernière décennie illustre cette tendance globale. Les marchés classiques ont récemment compris que leurs structures actuelles tombaient rapidement en désuétude face à l'avènement de l'ère électronique. Les ECN amènent une prolongation des heures d'activité du secteur, la journée de négociation actuelle débutant à 9 heures 30 pour s'achever à 16 heures. Les craintes initiales relatives à l'éventualité d'une baisse de la liquidité dans la période hors séance ont été partiellement apaisées par la possibilité d'une compensation électronique rapide des ordres. Il est ainsi possible de maintenir des marges de négociation faibles. Les heures d'ouverture des bourses ont été fixées en fonction des besoins des investisseurs institutionnels. Par ailleurs, les investisseurs privés exercent des pressions afin de disposer d'un service 24 heures sur 24.

Comme les clients privés représentent de 70 à 80% du nombre d'opérations quotidiennes et un secteur considérable, même en valeur, ils méritent des égards. Il faut en particulier veiller à éviter le manque de liquidité, dans l'éventualité où le nombre insuffisant de clients échangeant des titres hors séance ne permettrait pas de faire correspondre l'offre à la demande. Cela pourrait augmenter la volatilité des cours ainsi que l'écart acheteur-vendeur. Une possibilité consisterait à facturer des frais supplémentaires aux clients qui opèrent en dehors des heures conventionnelles.

Certaines bourses nationales se sont exposées à un risque de marginalisation. Les bourses classiques possèdent bien les ressources technologiques pour affronter la croissance du commerce électronique mais ne peuvent y avoir recours que si elles réduisent leurs coûts et favorisent la liquidité.

---

<sup>11</sup> La NYSE et le Nasdaq ne vont plus fixer les cours en seizièmes de dollar, une mesure trop juste, mais en valeurs à deux décimales. Certains ECN ont déjà adopté cet usage.

<sup>12</sup> Selon certains critiques, comme ces instruments ne sont pas assez négociés, le marché obligataire restera relativement peu influencé par l'essor des systèmes alternatifs de négociation.

### **1. Le pour et le contre**

L'une des principales propositions de concentration ayant récemment échoué a vu la London Stock Exchange Limited (la LSE) et la Deutsche Börse AG annoncer leur plan de fusion et de création d'une nouvelle société, la iX-international exchanges plc. Leur but final était de permettre d'effectuer toutes les négociations de titres européens en euros.

Avec son siège à Londres et un centre d'exploitation à Francfort, cette nouvelle bourse aurait créé à Londres un marché spécifique pour les valeurs sûres, relevant de la législation britannique, et à Francfort un marché à forte croissance, relevant de la législation allemande. La décision d'inscrire les valeurs sûres à la cote de Francfort a soulevé des inquiétudes concernant le fait que des cotations pouvaient passer d'une catégorie à l'autre. Si tel n'avait pas été le cas, les petites sociétés, après avoir atteint leur maturation économique, n'auraient pas eu la possibilité d'évoluer.

La technologie des deux organisations aurait été transférée à une filiale d'exploitation de iX. La plate-forme électronique de négociation pour les marchés au comptant aurait été Xetra, le système déjà en usage et fourni par la filiale système existante de la Deutsche Börse, et serait restée basée en Allemagne avec un soutien des systèmes locaux assuré à Londres. L'objectif principal était d'arriver à des économies sur les coûts par l'exploitation de synergies techniques et opérationnelles, ainsi qu'à une simplification des opérations IT et des économies pour les clients.

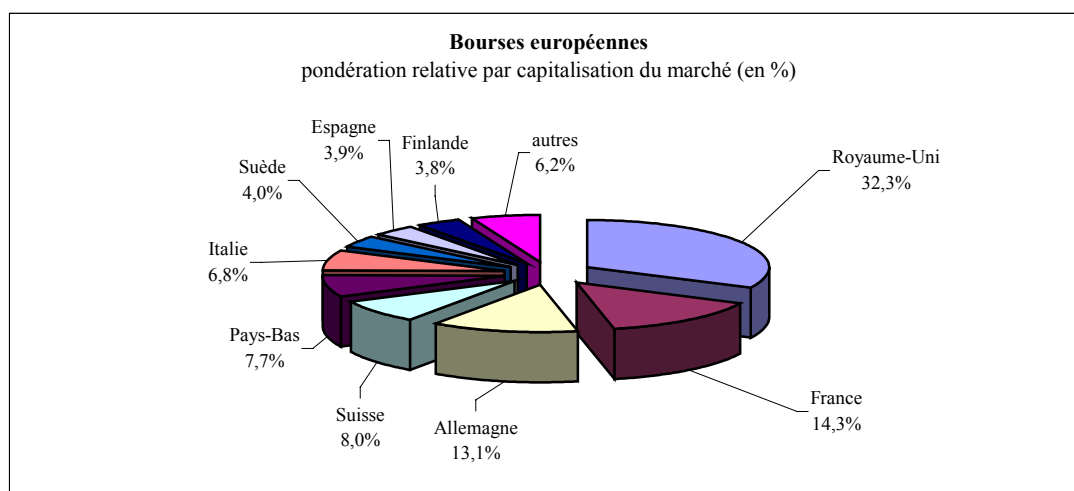
Xetra aurait pu générer des avantages surtout pour les petites firmes de négociation car ce système offrait un système éprouvé opérant par accès à distance ainsi qu'une plate-forme unifiée pour la négociation des marchés secondaires par le biais d'une approche réglementaire commune pour toutes les actions européennes. iX aurait soutenu cette initiative pour mettre en place une contrepartie centrale et établir un traitement direct à faible coût. Le service de règlement aurait été fourni sur une base coopérative.

Les motifs de l'abandon de cette concentration sont à chercher dans les principales raisons pour les dépositaires d'enjeux de juger les futures performances des concentrations boursières. La pertinence relative d'une concentration boursière est fonction de la mesure dans laquelle elle répond aux conditions suivantes:

- économies de coûts;
- efficacité de la finalisation des opérations, surtout en termes de gains de temps;
- liquidité du marché;
- profondeur du marché;
- transparence de la formation des cours;
- publication des informations fournies;
- continuité des négociations;
- application de dispositions administratives et réglementaires équitables par un organisme réglementaire unique;
- stratification adéquate par taille et secteur plutôt que selon un critère géographique;
- une plate-forme commune de négociation pour soutenir la structure de marché stratifiée et l'inclusion des instruments dérivés qui y correspondent;
- rationalisation et concentration des systèmes de compensation et de règlement.

Les deux marchés concernés, le britannique et l'allemand, se sont très bien comportés cette année. La LSE, le plus gros marché européen en termes de capitalisation<sup>13</sup>, a presque doublé ses bénéfices avant imposition grâce à des volumes record en actions "technologiques", à la suite du boom mondial des marchés technologiques, du lancement de l'indice techMARK<sup>14</sup>, et des batailles pour les rachats dans le secteur des télécommunications. La bourse avait une valeur estimée de 300 à 400 millions de dollars lorsqu'elle a été "démutilisée" en mars 2000. 199 ans de propriété mutuelle ont ainsi pris fin quand les membres de cette bourse ont voté en faveur de sa conversion en une société commerciale<sup>15</sup>. Un effet direct de ce changement a été la restructuration des affaires et des méthodes de négociation. D'après les conditions du plan de "démutilisation", les sociétés membres deviennent actionnaires et chaque participant peut détenir un maximum de 4,9% de la bourse.

Graphique 2



Source: *The Economist – Surveys*

Deutsche Börse, le troisième marché en valeur, a également fait état de revenus nets élevés dus au boom des valeurs technologiques. Francfort se développe et devient un marché propice aux concentrations rentables ainsi qu'aux acquisitions et émissions. En 1997, la bourse francfortoise des instruments dérivés a fusionné avec sa contrepartie suisse pour former Eurex<sup>16</sup>. Avec des résultats impressionnants: en moins d'un an, le système électronique a gagné 95 % des échanges de contrats obligataires à terme du gouvernement allemand au détriment de Liffe, le marché des instruments dérivés de Londres. Selon des estimations, si la bourse de Francfort avait été "démutilisée" il y a plusieurs années, la valeur de son marché boursier de 1,5 à 2 milliards de dollars serait aujourd'hui sensiblement plus élevée<sup>17</sup>.

Depuis quelques années, la bourse allemande réunit des bourses régionales et renforce son marché des valeurs technologiques et des instruments dérivés. En revanche, la bourse britannique, n'ayant pas le marché des instruments dérivés, dispose d'attributions plus limitées. La concentration envisagée aurait pu améliorer les points forts des deux cultures et systèmes financiers. Le marché des valeurs sûres de Londres aurait exploité le cadre

<sup>13</sup> La capitalisation de marché est la quantité totale d'actions de la société en circulation sur le marché, multipliée par le prix par action.

<sup>14</sup> Les deux indices techMARK - le FTSE techMARK All-Share et le FTSE techMARK 100 - ont été introduits par la bourse de Londres en conjonction avec l'indice FTSE International à la fin du mois de novembre 1999.

<sup>15</sup> *Financial Times*, 15 avril 2000.

<sup>16</sup> Eurex a été créé fin 1996.

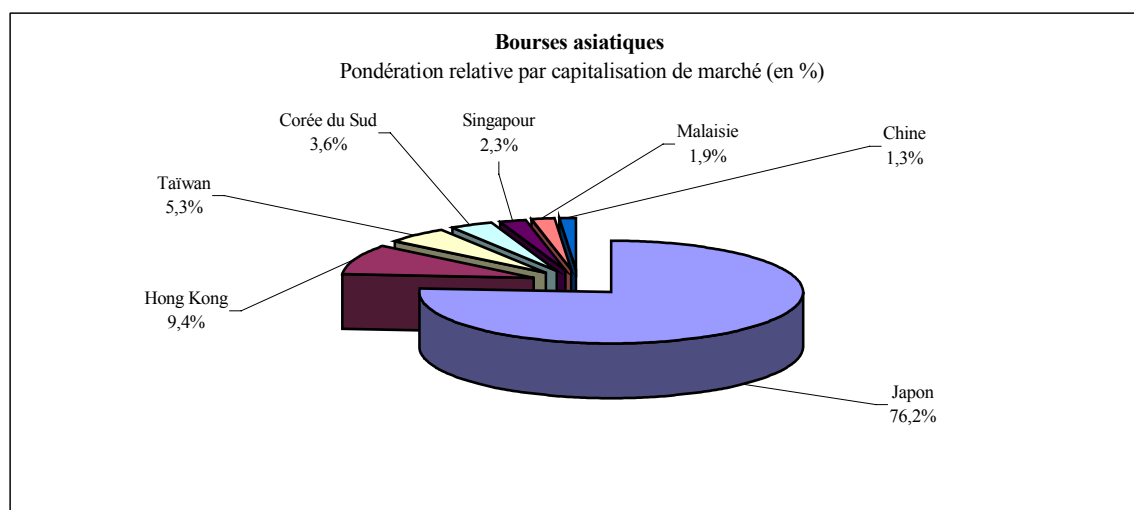
<sup>17</sup> *Financial Times*, 25 avril 2000.

réglementaire actuel, sa liquidité et sa transparence, tandis que le marché francfortois des valeurs technologiques aurait tiré profit des atouts technologiques et de la culture de l'innovation qui l'accompagne.

La concentration envisagée aurait augmenté la profondeur et l'étendue du marché et amélioré les informations sur les sociétés mises à la disposition des participants et des clients. Il en aurait résulté un renforcement de la visibilité du marché et de la transparence des prix.

Les facteurs donnant lieu aux concentrations sont les effets synergiques qui proviennent de plusieurs domaines, en particulier dans le secteur technologique. La plate-forme de négociation uniformisée aurait attiré en moyenne davantage de volumes de négociation d'autres places boursières existantes, ce qui aurait permis à la nouvelle bourse d'obtenir une croissance de revenus relativement élevée par rapport aux performances séparées de la London Stock Exchange Limited et de la Deutsche Börse. Des volumes de négociation plus élevés se traduisent directement par des marges opérationnelles plus élevées pour les opérateurs et, partant, par une diminution probable des écarts pour les clients.

**Graphique 3**



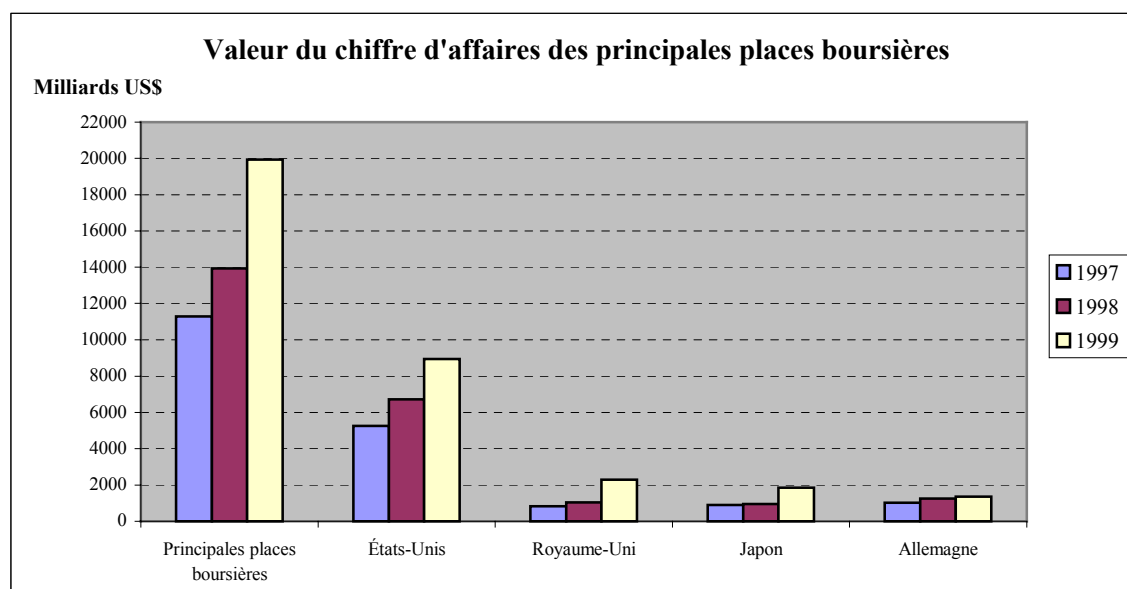
Source: *The Economist - Surveys*

Comme d'autres plates-formes, Xetra permet un accès décentralisé pour tous les participants du marché et des heures d'activité prolongées pour les actions et les valeurs à revenu fixe. Le traitement électronique permet d'introduire les ordres dans le système et d'en effectuer la compensation à des moments où d'autres marchés du monde ne sont pas ouverts. Le prolongement des heures d'ouverture permet d'obtenir des informations sur le marché plus facilement. Grâce à cela, divers produits comme les actions ou les produits à revenu fixe peuvent être négociés sur une plate-forme commune. Une transparence élevée est assurée par le fait que le système donne à tous les participants l'accès au carnet d'ordres central, ceux-ci pouvant ainsi voir à quel prix et dans quelle quantité l'offre et la demande de chaque titre sont négociées. Des cautions désignées ont été introduites dans le système afin d'assurer une liquidité supplémentaire en cas de déséquilibre temporaire dans l'offre et la demande d'un titre. Ces cautions sont tenues de fournir des offres et des demandes négociables pour le titre

pour lequel elles ont été inscrites<sup>18</sup>. Comme le système effectue automatiquement la compensation des ordres, les coûts de transaction sont peu élevés.

Pour les investisseurs, l'un des avantages aurait été d'ordre fiscal. Une bourse isolée n'aurait pas pu avoir certaines actions sur lesquelles des droits de timbre<sup>19</sup> sont redevables (réglementation britannique) et d'autres actions non soumises à des droits de timbre. Une des possibilités serait d'abolir de tels droits de timbre.

**Graphique 4**



Source: *The Economist - Surveys*

D'un autre côté, la conversion de la plate-forme technologique du système de négociation britannique Sets<sup>20</sup> vers le système Xetra, son équivalent allemand, aurait engendré des coûts. Certains spécialistes ont avancé que ces coûts s'élèveraient à environ 1 milliard de GBP, soit l'équivalent des frais d'établissement du système Sets, qui date à peine de 1997. Ce système a coûté cher à l'introduction et suscité l'opposition de faiseurs de marché. Son fonctionnement n'est pas assuré par la bourse même mais par Andersen Consulting, alors que Xetra est géré par la Deutsche Börse.

Constituant l'un des principaux points faibles du plan de concentration, les systèmes de règlement et de compensation n'en auraient pas fait partie. En réalité, les coûts de compensation et de règlement représentent une part considérable des coûts des opérations sur actions européennes. Le fait de laisser les systèmes de compensation séparés les uns des autres se serait traduit par une hausse des coûts opérationnels.

Euroclear et Clearstream, les deux géants de la compensation et du règlement, ont récemment envisagé une concentration de leurs activités après un renforcement de leurs affaires en actions<sup>21</sup>. Leur rôle traditionnel était celui de chambre de compensation pour les produits à revenu fixe. Clearstream a été créé par la concentration de Cedel International et de Deutsche Börse Clearing. Entre-temps, Euroclear est devenu la branche "compensation et règlement"

<sup>18</sup> <http://www.xetra.de>

<sup>19</sup> Dans certains pays, certains documents ou contrats sont soumis à une taxe gouvernementale, dont le paiement est attesté par l'affranchissement du document concerné.

<sup>20</sup> Set est un carnet électronique d'ordres à cours limité employé pour la négociation de valeurs sûres.

<sup>21</sup> Des banques d'investissement sont les principaux actionnaires d'Euroclear et Clearstream.

d'Euronext. La meilleure solution consisterait en la mise sur pied d'un système dominant, comme celui des États-Unis, afin de réduire drastiquement la fragmentation des systèmes européens de compensation et de règlement. Les participants du marché, en particulier à Londres, sont connus pour préférer la séparation des systèmes de négociation et le contrôle des fonctions de règlement et de compensation par diverses organisations, mais des études démontrent qu'une rationalisation de la compensation engendrerait au maximum un quart des coûts actuels.

La proposition de division de la réglementation des deux marchés est dangereuse parce que les normes réglementaires appliquées à la bourse fusionnée devrait être les mêmes, indépendamment du lieu d'établissement et de gestion des marchés. La question la plus controversée concerne la façon d'organiser la réglementation. Le marché à forte croissance et celui des instruments dérivés, dont la gestion serait assurée à Francfort et soumise aux normes allemandes, devraient relever de la même réglementation que le marché combiné des valeurs sûres, à établir à Londres selon les normes britanniques.

La réglementation allemande est divisée en plusieurs entités tandis que celle du Royaume-Uni a été consolidée. La *Financial Services Authority* - FSA - veille à ce que la bourse satisfasse aux obligations qu'elle a en tant qu'institution boursière reconnue, et surveille la protection des fonds des clients détenus par les membres de la bourse. Elle supervise aussi le respect des règles du code de conduite et l'exécution des opérations. Aidée par les *Domestic and International Rules Committees*, la FSA fournit le cadre réglementaire du Royaume-Uni dans ce domaine. À Francfort, la majeure partie des négociations d'actions cotées se passe hors bourse, et ne doit pas être déclarée à la bourse mais à l'autorité réglementaire fédérale en charge de la sécurité des opérations. Au Royaume-Uni, toute négociation fait l'objet d'une déclaration immédiate. De plus, une réglementation séparée des marchés pourrait induire des inquiétudes concernant une éventuelle division de la liquidité.

La réglementation actuelle des deux centres financiers diffère à plusieurs égards, en particulier le niveau de publication exigé des sociétés<sup>22</sup> et le fait que le marché britannique est soumis à des normes strictes en matière de supervision et de surveillance. À Londres, toute négociation doit être rapidement déclarée à la bourse tandis qu'en Allemagne, les négociations non effectuées en bourse ne doivent pas être déclarées. D'autres différences viennent, par exemple, de la façon dont les bourses réglementent et traitent les "transactions sur bloc de titres", la négociation de grandes quantités d'actions en une seule opération<sup>23</sup>. La réglementation britannique considère que les transactions sur bloc de titres doivent être déclarées immédiatement après leur conclusion, tandis que la réglementation allemande n'exige pas de déclaration. Les différences ont également trait à la négociation de "rompus"<sup>24</sup> de titres, aux caractéristiques des informations affichées, aux technologies respectives des systèmes de négociation<sup>25</sup> concernant les volumes des opérations et des cours indiqués. Des règles de négociation transparentes sont essentielles pour obtenir les meilleures informations sur les cours des titres plus petits en raison de leur liquidité moins élevée et du fait qu'ils sont habituellement négociés de gré à gré<sup>26</sup> et non par l'intermédiaire de systèmes électroniques.

---

<sup>22</sup> *Financial Times*, 25 mai 2000.

<sup>23</sup> Sont concernées les transactions dont la taille représente au moins 75 fois la taille normale de marché pour un titre de 2000 actions ou plus, ou 50 fois la taille normale pour un titre de 1000 actions ou plus.

<sup>24</sup> Ordre de négociation qui concerne un nombre d'actions situé entre 1 et 99 et qui est inférieur au lot minimal fixé pour la négociation en bourse.

<sup>25</sup> Système Sets et système Xetra.

<sup>26</sup> Marché boursier auxiliaire sur lequel sont négociées les valeurs non cotées aux bourses ordinaires.



L'introduction d'exigences de cotation communes et de normes comptables internationales ne sera sans doute pas suffisante pour permettre le fonctionnement fluide des institutions fusionnées, et les règles de négociation sont compliquées par la proposition de présence du Nasdaq dans le marché à croissance, ce qui rend le processus d'harmonisation encore plus difficile.

Pour les sociétés cotées sur le marché britannique, une difficulté supplémentaire s'est posée par l'augmentation possible du risque d'investissement et des coûts opérationnels en raison du fait que les valeurs cotées sur iX sont libellées en euros. L'idée en cours est que, sur le nouveau marché, les négociations auraient été effectuées en différentes devises mais qu'il n'y aurait eu qu'une devise par action. Il s'agissait donc de pouvoir choisir les cotations sur la bourse fusionnée soit en livres sterling, soit en euros. Les fonds de pension et les compagnies d'assurance ont besoin d'actifs en livres sterling pour compenser leurs engagements libellés dans cette devise.

Un système de cotation double en livres et en euros aurait pu engendrer une fragmentation ainsi qu'une hausse du coût des négociations. La plate-forme unique prend en charge des marchés et des devises multiples. Il appartient à la société de déterminer la devise dans laquelle elle fera ses appels de capitaux, paiera ses dividendes et présentera ses comptes. Néanmoins, il n'en va pas de même pour la devise dans laquelle une action sera négociée: cette devise devrait être l'euro.

Les sociétés qui voulaient être cotées à la nouvelle bourse fusionnée souhaitaient avoir la possibilité d'être cotées à la fois sur le marché des valeurs sûres et sur le marché à forte croissance, et redoutaient le transfert obligé de Londres à Francfort. Si ces deux marchés avaient été soumis à des réglementations différentes, une séparation des cotations aurait été nécessaire.

D'autres points faibles sont apparus en raisons des positions concurrentielles des courtiers de détail nationaux et d'interférences avec certaines positions des bourses nationales. Les craintes avaient surtout trait au fait que la concentration pouvait miner le statut de centre financier de l'une des deux places boursières. Le fait de prévoir de situer l'administration et la gestion au Royaume-Uni aurait pu désavantager la plate-forme de négociation allemande en cas de futures décisions d'investissement. Néanmoins, une concentration n'aurait pas dû être considérée comme le rachat agressif d'une bourse par une autre dans le but de miner sa position relative mais comme une façon de tirer profit de synergies et d'une structure stratégique commune impossibles à obtenir dans d'autres conditions.

## ***2. Autres propositions de concentrations***

La bourse de Milan a été la première en Europe à introduire une séance de négociation hors bourse dans le but d'attirer les petits investisseurs privés. Les résultats ont confirmé que les grands investisseurs institutionnels n'y participent pas. Les petits investisseurs ont quant à eux été peu enthousiastes. La plupart des critiques estiment que la limite imposée aux fluctuations des cours a eu un effet dissuasif.

Une joint-venture entre Nasdaq Europe, la bourse londonienne Techmark<sup>27</sup> et la Neuer Markt de Francfort créera un marché à croissance doté de liaisons aux opérations du Nasdaq en Amérique et au Japon. Les émetteurs pourront aller chercher des liquidités hors de leurs marchés nationaux tandis que les investisseurs augmenteront l'accès aux sociétés étrangères. On attend la création du Nasdaq-Japan, un partenariat avec la bourse d'Osaka et un groupe

---

<sup>27</sup> La bourse londonienne des sociétés technologiquement innovantes.

d'investissement japonais sur l'Internet. Dès qu'une plate-forme de négociation sera établie dans chaque pays, la liaison pourra s'effectuer sur la plate-forme de négociation mondiale qui fonctionnera sans interruption. Récemment, même la NYSE, la première bourse du monde, a envisagé des liaisons avec des bourses d'Amérique latine et avec la bourse de Toronto.

Les connexions entre les bourses classiques et les ECN se font plus nombreuses. Aux États-Unis, le Nasdaq - la bourse électronique sur écran - veut que plusieurs réseaux électroniques de communication commencent à diriger des flux d'ordres de la bourse de New York vers le Nasdaq<sup>28</sup>. *Les réseaux électroniques de communication ou ECN, fonctionnent comme des systèmes électroniques de compensation d'ordres de bourse. Ils sont réglementés au sein de l'organisation mère du Nasdaq, la National Association of Security Dealers, et leur marché a acquis une supériorité écrasante au niveau des actions du Nasdaq... Plusieurs changements ont contribué à faciliter l'accès aux actions cotées à la NYSE en dehors du parquet de la bourse, en particulier l'abrogation de la règle 390 de la NYSE.*<sup>29</sup> Cette règle, la "règle de responsabilité du marché", a été jugée anticoncurrentielle. Les courtiers peuvent à présent négocier des actions de la bourse de New York hors du parquet d'une bourse officielle.

Au Royaume-Uni, E-Crossnet, un système de compensation d'ordres, a récemment été lancé comme nouveau moyen de négocier des blocs d'actions à moindre coût. Il constitue la version électronique d'un système de compensation hors bourse<sup>30</sup>. Le but d'un tel système est de réduire les coûts de la négociation de gros volumes de titres partiellement non liquides. Ces coûts semblent être l'une des grandes difficultés du marché des actions, les marges diminuant progressivement en raison de l'augmentation de la concurrence. *Certains investisseurs prétendent que des ordres inhabituellement importants portant sur les plus petites actions peuvent leur coûter un supplément de 5 à 10% de la valeur de la transaction*<sup>31</sup>.

iX n'a pas été la seule proposition de concentration. On a annoncé en juin 2000 que 10 bourses<sup>32</sup> menaient des pourparlers dans le but de créer une alliance, le *Global Equity Market* (GEM), par le développement d'une structure de marché commune et d'une liaison entre les divers systèmes de négociation. Cette initiative constitue une alternative et une proposition plus complète que le projet de concentration anglo-allemande liée au Nasdaq<sup>33</sup>. Les détails sont en cours de discussion mais il est clair que la proposition GEM est centrée sur la réduction des frais facturés pour la négociation d'actions transfrontalières grâce à un usage accru d'une contrepartie centrale et du traitement direct des systèmes de négociation. Le premier de ces objectifs implique une diminution des frais de compensation.

Une seconde vague de concentrations visant les bourses italiennes et espagnoles est projetée. Une approche large, impliquant plus de deux bourses, améliorera les possibilités de synergie et évitera la complexité de la normalisation et de l'ajustement du cadre opérationnel à chaque fois qu'une nouvelle bourse envisagera de se joindre à la concentration.

---

<sup>28</sup> *Financial Times*, 12 juin 2000.

<sup>29</sup> *Financial Times*, 12 juin 2000.

<sup>30</sup> Un système de compensation d'ordres permet à l'acheteur et au vendeur de la même action de traiter sans passer par le carnet d'ordres de la bourse. Dans le cas de la bourse de Londres, par exemple, c'est le Sets qui n'est ainsi pas employé.

<sup>31</sup> *Financial Times* Survey, Stock and derivatives exchanges 0300 - E-trading.

<sup>32</sup> New York, Tokyo, Amsterdam, Bruxelles, Paris, Australie, Hong Kong, Toronto, Mexico et Sao Paolo.

<sup>33</sup> Des critiques ont observé que les structures de marché de Londres et Paris semblent plus proches l'une de l'autre que celles de Londres et Francfort. Une concentration Londres-Paris serait donc plus indiquée qu'une concentration Londres-Francfort.

La proposition GEM fait suite à la décision initiale de trois bourses européennes - Amsterdam, Bruxelles et Paris - de fusionner pour former Euronext, dont le lancement officiel a été effectué le 22 septembre 2000. Il s'agit du premier marché transfrontalier entièrement intégré pour les devises, les actions, les instruments dérivés et les marchandises. Euronext offre une solution intégrée pour la négociation, la compensation et le règlement au niveau européen grâce à une plate-forme de négociation uniformisée et une contrepartie centrale. Les sociétés cotées resteront liées à leur bourse actuelle mais les actions seront négociées sur la plate-forme commune et les exigences de cotation harmonisées. Ce marché sera divisé en trois segments:

- les valeurs sûres;
- les valeurs technologiques;
- les actions à forte croissance.

La grande différence entre Euronext et d'autres concentrations projetées mais abandonnées est qu'Euronext avait envisagé une concentration partielle et les autres une concentration complète. La concentration partielle a pour but de créer un carnet d'ordres unique et d'élaborer un ensemble commun de règles de négociation et un règlement intérieur unique, à partir desquels les participants harmoniseront leur règles de cotation. Les bourses combinées assurent le fonctionnement de leur parquet respectif et la cotation des actions des partenaires. Comme l'entité fusionnée dispose d'une plate-forme de négociation commune, déjà en usage dans certaines bourses d'autres fuseaux horaires, par exemple celles de Toronto et São Paulo, elle est censée s'étendre. La connexion avec d'autres plates-formes à haute technologie un peu partout dans le monde, en particulier dans des fuseaux horaires différents, est l'un des principaux buts recherchés dans les concentrations boursières.

### ***3. Effets***

Une plus grande intégration des marchés des actions apporte aux entreprises de l'UE des avantages de compétitivité et de création d'emplois. Les buts poursuivis consistent à améliorer les possibilités transfrontalières de levée de capitaux et de négociation de titres, mettre au point des infrastructures de bourse et de marché fiables et rentables, et instituer des exigences de surveillance efficaces.

L'on s'est demandé si les concentrations étaient la meilleure solution pour renforcer l'efficacité des marchés. Les concentrations impliquent des coûts de transformation mais, par ailleurs, les accords de coopération et les liaisons entre les places boursières sont également coûteux et même plus exigeants que les concentrations. La coopération nécessite de la part de tous les participants un gros effort de normalisation des procédures et de l'environnement opérationnel. Lorsque les participants sont nombreux, les liaisons impliquent une complexité croissante et un travail d'harmonisation plus lourd. De plus, contrairement au cas des concentrations, il est impossible d'exploiter des synergies. C'est surtout pour les bourses que, si la liquidité est répartie sur un grand nombre de systèmes de négociation, la transparence des cours et les informations sur les cours poseront plus de problèmes en cas d'accords de coordination, aspects essentiels pour les bourses.

L'essor des liquidités des ECN, déjà dispersées, et le fait que les investisseurs se focalisent sur certaines cibles, par exemple les valeurs Internet ou IT, et qu'ils commencent à structurer leur portefeuille selon une logique sectorielle et non plus nationale, accélèrent le processus dans son ensemble. La meilleure solution consiste à inclure des systèmes électroniques de négociation dans les propositions de concentration futures ou actuelles. La combinaison de structures classiques et réglementées avec des systèmes électroniques à vitesse élevée est en

général attendue. On peut ainsi utiliser la technologie comme facteur incitant à réduire les coûts de négociation et d'investissement.

Les concentrations ont pour but de créer, une fois leur masse critique atteinte avec succès, une valeur ajoutée considérable pour les actionnaires. Pour les investisseurs, émetteurs et intermédiaires, quelle que soit leur taille, l'un des avantages des concentrations réside dans la possibilité de bénéficier de marges plus basses grâce au taux de liquidité plus élevé.

Les déposataires d'enjeux plus modestes tels que les courtiers des clients privés auront la possibilité d'élargir sensiblement la gamme des produits qu'ils offrent à leurs clients. Grâce à cette offre de produits élargie, le portefeuille du client peut être *plus différencié* et *les risques peuvent être réduits*. Il en résulte directement une hausse potentielle des gains pour le client et, indirectement, pour le courtier. Les start-up, en particulier les sociétés fondées sur l'Internet, bénéficieront de la *meilleure publication des informations du marché*. Le temps imparti pour la cotation et les possibilités de levée de capitaux augmenteront également.

D'un autre côté, les plus gros clients du marché – les banques d'investissement – profiteront surtout de la mise sur pied de la *contrepartie centrale*<sup>34</sup> pour l'établissement de la valeur nette des opérations ainsi que du règlement intérieur commun. Les plus petits clients tirent profit de l'anonymat des négociations et des coûts de post-marché car ils permettent d'établir la valeur nette des transactions les unes par rapport aux autres avant les opérations de règlement. Le fait que les milliers d'actions cotées sur les bourses étrangères doivent pour l'instant traverser les frontières ne dépend pas de la réticence des clients à investir dans des valeurs étrangères. En outre, d'autres difficultés externes se posent telles le manque d'informations sur les actions étrangères, la diversité des réglementations et des mécanismes de recours, etc.

L'expérience nous montre que de nombreuses concentrations boursières projetées se révèlent difficiles à mettre en œuvre. Les échecs proviennent en particulier des difficultés d'harmonisation des réglementations nationales et de la *tendance à préserver la position de la bourse nationale et ses caractéristiques propres*. Aux États-Unis, six concentrations boursières ont déjà échoué, les difficultés rencontrées étant liées aux procédures de cotation communes et à la structure administrative commune. Si la surveillance était simplement répartie entre les deux centres, il serait possible d'adopter des *comportements d'arbitrage de régulation*, les entreprises alternant entre les cotations des deux centres afin d'obtenir un avantage concurrentiel de réglementation.

Une autre incertitude concerne le pouvoir de monopole qu'une bourse unique pourrait exercer. *Comme les négociations gravitent toujours autour du marché qui dispose de la meilleure liquidité, les bourses ont tendance à être des monopoles naturels*<sup>35</sup>. La compétence est l'une des forces capables de réguler les monopoles de façon naturelle. Mais, comme l'expérience nous le montre, même les monopoles sont vulnérables en présence d'un cadre réglementaire strict. La bourse de New York a été protégée tant qu'avaient cours certaines règles et pratiques restrictives mais, depuis leur abandon, elle est devenue plus vulnérable. Sa plus grosse erreur a été de ne pas évoluer au moment où les structures du marché et les besoins des investisseurs changeaient. Pour cette raison, certaines sociétés ont commencé à investir dans les ECN de bourses rivales. La bourse de New York n'a pas réagi assez vite pour adapter sa structure de marché à l'environnement en mutation. De plus, elle a été pénalisée par son attitude d'opposition aux offres publiques initiales, interdiction qui n'a été levée qu'en

<sup>34</sup> La chambre de compensation agit comme contrepartie principale pour l'acheteur et le vendeur lors de chaque transaction. Elle garantit aux deux parties la finalisation de positions ouvertes. Le bordereau est ainsi divisé en deux bordereaux séparés permettant à chaque partie de prendre des décisions indépendantes.

<sup>35</sup> *The Economist*, 17-23 juin 2000, p. 18.

1984<sup>36</sup>. Cette attitude a aidé le Nasdaq à bâtir sa réputation en aidant de "jeunes" entreprises à lever des capitaux. L'heure de la "démutualisation" a sonné pour toutes les bourses sans exception.

Dans la plupart des bourses, un spécialiste a accès au carnet d'ordres à cours limité et dispose des informations sur les flux d'offre et de demande concernant chaque action. Ce spécialiste combine en réalité deux grandes fonctions. Il rassemble les ordres d'achat et de vente qui visent une certaine action et intervient en négociant sur le marché afin de réduire la volatilité et d'assurer de la liquidité. La première fonction peut être reprise par un système électronique. En termes de liquidité, une bourse peut attirer des volumes de transactions supplémentaires si elle assure une bonne base de liquidité, même sans l'intervention d'un spécialiste. Les investisseurs sont attirés par les volumes de transactions même s'il existe d'autres possibilités de négociation, plus efficaces mais moins liquides<sup>37</sup>. La NYSE, par exemple, est considérée comme la bourse la plus liquide<sup>38</sup> en raison des ses dimensions relatives.

Le Nasdaq<sup>39</sup>, la première bourse électronique à offrir un moyen efficace pour la levée de capitaux, ne fait pas intervenir de spécialistes pour ses transactions. Une des caractéristiques de ce marché réside dans le fait qu'il permet à de multiples participants au marché – des faiseurs de marché<sup>40</sup> et des ECN<sup>41</sup> – de négocier l'achat ou la vente d'une seule action.

Ce qu'il faut admettre, c'est que les actionnaires ont la mainmise sur l'avenir des bourses. Ils ont tué la proposition iX et rejeté l'offre de rachat faite par le groupe suédois OM. Les grandes banques d'investissement ont une perspective internationale et les petits courtiers une perspective nationale, et le processus de "démutualisation" n'a pas prévalu sur ce conflit. Il importe de montrer aux actionnaires les avantages d'une solution plus internationale et plus vaste liée aux marchés américains participants. Le Nasdaq avait déjà projeté de mettre sur pied une présence européenne avant même la proposition iX. Mais lors de l'examen des propositions de coopération ou de concentration, il importe de souligner le fait que la LSE, la bourse de Londres, ne négocie que des titres, les instruments dérivés étant négociés séparément par Liffe. Ces deux types de valeurs doivent donc être inclus dans les propositions futures et négociés sur la même plate-forme électronique.

Il n'est pas important de savoir qui gèrera la LSE, mais celle-ci semble oublier que, pour faire des affaires, elle doit changer et évoluer avec son époque. Son idée de rester un opérateur indépendant ne fait que l'isoler.

De plus, les technologies bon marché liées aux télécommunications à volume élevé ont diminué l'importance des situations géographiques et créé des alternatives peu onéreuses aux bourses classiques. L'accès à distance aux parquets est une réalité, et les investisseurs accordent de plus en plus d'importance aux cours et deviennent plus mobiles. La négociation sur écran diminue la valeur du processus de négociation.

Les concentrations ont pour but de permettre de traiter et de régler toutes les opérations à terme, les créances hors bourse, les instruments dérivés et les marchandises. Néanmoins, les

<sup>36</sup> *The Economist*, 17-23 juin 2000.

<sup>37</sup> *The Economist*, 17-23 juin 2000.

<sup>38</sup> Certains critiques objectent que seules certaines des sociétés cotées sont réellement liquides. Pour les autres, il y a normalement de courtes périodes pendant lesquelles des intermédiaires sont tenus de risquer leurs propres capitaux et de devenir la contrepartie de l'investisseur.

<sup>39</sup> Pour pouvoir négocier sur le Nasdaq, les ECN doivent être certifiées et enregistrées.

<sup>40</sup> Les faiseurs de marché sont des courtiers indépendants qui entrent en concurrence pour des ordres d'investisseurs en engageant des capitaux.

<sup>41</sup> Archipelago L.L.C, Instinet Corporation, NexTrade, Strike Technologies, etc.

propositions avortées montrent à quel point le manque de clairvoyance, les divergences des intérêts économiques et le nationalisme peuvent rendre les concentrations difficiles.

Indépendamment des aspects positifs ou négatifs de l'offre du groupe OM pour la LSE, le fait qu'une bourse puisse désormais faire l'objet d'une offre de rachat annonce une ère nouvelle. Même les sociétés relativement modestes sont en mesure de racheter toute une bourse, ce qui aurait été impensable voici seulement quelques années.

OM ne pouvait apporter de son propre chef beaucoup de liquidité au marché. Mais cela n'est peut-être important qu'à court terme car, bien que les actions soient également cotées sur d'autres marchés, la négociation est concentrée sur leurs marchés domestiques. À l'ère électronique, la négociation se déplacera vers le marché le plus efficace.

Les bourses étant de plus en plus déterminées par les règles actuelles en matière de concurrence, elles doivent accorder davantage d'importance à leurs rendements internes. À cause de la nécessité de disposer de personnel spécialisé et de celle d'avoir des relations multiples avec les chambres de compensation, qui inversent les coûts opérationnels, il faut réduire la fragmentation de la compensation et du règlement. Les marchés ne peuvent plus se permettre de maintenir la distinction entre la négociation et les opérations de post-marché. À cet effet, le premier pas consiste à créer une contrepartie centrale pour tous les titres dans toutes les devises mais, comme les organisations de compensation sont souvent détenues par les bourses dont elles assurent la compensation des produits, les bourses doivent fusionner. Tout retard dans la mise sur pied d'un marché efficace des titres et de leurs dérivés ne fait qu'entraver la création d'un marché commun du capital-risque.

## OPCVM

Les organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) couverts par la législation européenne sont des fonds d'investissement harmonisés de type ouvert, vendus au public, qui investissent dans des valeurs mobilières selon le principe de la répartition des risques. Les OPCVM disposent d'un gestionnaire, d'un ensemble d'actifs et d'un dépositaire. Ce dernier remplit une fonction de sauvegarde des actifs du fonds d'investissement.

Aux termes de la directive principale 85/611/CEE, les OPCVM peuvent être constitués en vertu:

- du droit contractuel, en tant que fonds communs gérés par des sociétés de gestion;
- du droit sur les fonds, en tant que fonds d'investissement;
- de la loi, en tant que sociétés d'investissement<sup>42</sup>.

L'adoption en 1985 de la directive sur les OPCVM a constitué le premier pas vers la coordination et la réglementation des organismes de placement collectif, même si tous n'étaient pas concernés. Le but principal poursuivi était d'assurer une protection élevée des investisseurs au niveau communautaire et d'assouplir la législation. Ce dernier objectif a été atteint grâce à l'introduction du principe de reconnaissance mutuelle, qui permet la vente des parts des OPCVM dans chaque État membre sans autre autorisation du pays d'accueil. De la sorte, la procédure a été alignée sur celle dont fait l'objet la prestation transfrontalière de services. Ce qui manquait, c'était une approche commune permettant de couvrir tous les types d'organismes de placement collectif et d'appliquer une législation souple susceptible de s'adapter aux changements de l'environnement.

Les lois des divers États membres diffèrent sensiblement, en particulier concernant le contrôle et la surveillance imposés. Il en résulte une distorsion de la concurrence entre les organismes et de l'équivalence de la protection des détenteurs de parts.

La directive sur les OPCVM se focalisait sur le "produit" tandis que la réglementation sur les "sociétés de gestion" manquait. Il n'existait ni règles harmonisées régissant l'accès au marché, par exemple concernant les besoins minimaux en capitaux initiaux, ni cadre prudentiel précis. Les activités transfrontalières manquaient également de réglementation. Les possibilités de vente des parts, par exemple l'établissement de filiales ou la prestation de services à l'étranger, n'avaient pas été envisagées.

La directive principale a été modifiée à deux reprises: par la 88/220/CEE, qui englobe les obligations de crédit hypothécaire, et par la 95/26/CE, qui vise au renforcement de la surveillance prudentielle. Le but était de permettre les échanges d'informations entre les autorités compétentes dans tous les États membres.

La Commission a préparé un ensemble de mesures inscrites dans deux propositions ultérieures adoptées en mai 2000, dont les dispositions entreront en vigueur au plus tard le 31 décembre 2002.

La première proposition<sup>43</sup> est centrée sur le "produit" dans ses aspects relatifs au type de fonds de placement couvert par la législation<sup>44</sup>. Elle étend la gamme des actifs financiers dans laquelle les organismes de placement collectif sont autorisés à investir.

---

<sup>42</sup> 385L0611.

<sup>43</sup> COM(00)329.

<sup>44</sup> Les OPCVM peuvent être considérés comme un produit à distribuer soit:

- par une société de gestion, soit:

Cette proposition a pour but de supprimer les obstacles à la vente transfrontalière de parts d'organismes de placement collectif. Plusieurs mesures sont concernées:

- l'extension de la liberté de vendre les parts même dans le cas d'organismes investissant dans des actifs financiers autres que des valeurs mobilières, par exemple des dépôts bancaires, des instruments des marchés monétaires, des parts d'autres OPCVM ou de fonds non harmonisés, ou des instruments financiers dérivés;
- la mise à jour des possibilités de placement à la suite des évolutions récentes des techniques de gestion de portefeuille;
- la liberté de recherche d'indices.

Compte tenu des évolutions rapides qui marquent actuellement les marchés financiers, il est jugé souhaitable d'élargir la gamme des produits d'investissement dans lesquels les organismes de placement peuvent investir. Les actifs financiers<sup>45</sup> autres que les valeurs mobilières et les instruments dérivés de gré à gré<sup>46</sup>, qui sont suffisamment liquides, ont été inclus en tant qu'instruments d'investissement admissibles. Les aspects prudentiels sont pris en compte par la définition d'un ensemble cohérent de dispositions, notamment un plafond applicable aux placements en instruments dérivés de gré à gré. Il faut surtout prêter attention aux risques allant de pair avec ces instruments, en particulier:

- le risque d'insolvabilité;
- le risque de liquidité;
- la possibilité de procéder à une évaluation fréquente des instruments.

Les propositions exposent donc les conditions dans lesquelles les instruments financiers dérivés peuvent être employés ainsi que la façon de déterminer leur valeur journalière avec précision. Les instruments dérivés doivent pouvoir être vendus et liquidés de jour en jour. Comme les instruments dérivés de gré à gré sont à présent reconnus comme des instruments d'investissement admissibles, l'on a supprimé la distinction entre les actifs contenus dans les portefeuilles d'investissement d'organismes pour divers objectifs<sup>47</sup>, notamment les "objectifs d'investissement général", les "objectifs de couverture" et les "objectifs de gestion efficace de portefeuille". Les nouvelles règles de publication du profil de risque des fonds, qui doit figurer dans les documents distribués aux clients, sont conçues pour couvrir l'éventuelle volatilité plus forte des actifs d'OPCVM due à l'inclusion des instruments dérivés. Même si l'un des principaux objectifs est d'éviter les obstacles à l'accès superflus, surtout celui que constituent les besoins en capitaux initiaux, l'admissibilité des instruments dérivés de gré à gré dans les portefeuilles accentue la nécessité de besoins en capitaux plus élevés. Ces besoins sont passés de 50 000 à 125 000 euros pour les sociétés de gestion, qui assurent des activités de gestion de portefeuilles individuels ou collectifs.

Le fait d'autoriser les placements en instruments dérivés entraîne, d'une part, une hausse de la volatilité potentielle du rendement des fonds et, d'autre part, une diminution de l'aversion des investisseurs pour les risques. En améliorant les informations fournies aux participants aux fonds, les investisseurs peuvent se familiariser, par expérience directe, avec les résultats tant négatifs que positifs d'une stratégie d'investissement plus risquée ainsi que gagner en

- par une société d'investissement.

<sup>45</sup> Désormais, les instruments des marchés monétaires sont aussi définis comme des valeurs mobilières.

<sup>46</sup> La proposition initiale autorisait, à titre de changement clé, les placements en instruments dérivés standardisés qui sont négociés sur les marchés ordinaires mais excluait les instruments négociés hors bourse (de gré à gré) pour des raisons prudentielles.

<sup>47</sup> COM(2000)329 final.



confiance au sein d'un environnement plus risqué. L'atténuation du comportement d'aversion pour les risques fait partie d'un concept plus large d'encouragement d'une "culture de l'actionnariat" dans la Communauté, ce qui favoriserait indirectement l'ouverture de nouvelles perspectives d'emploi.

La seconde proposition<sup>48</sup> est centrée sur le "fournisseur de services" et sur les règles qui gouvernent les sociétés de gestion des fonds de placement. Son but est de renforcer le marché unique dans le domaine des OPCVM et d'actualiser le cadre de surveillance par les mesures suivantes:

- L'actualisation de la législation régissant les sociétés de gestion des OPCVM et son alignement sur les législations existantes pour d'autres opérateurs du secteur des services financiers. L'objectif est d'accroître leur compétitivité relative.
- La révision des restrictions qui empêchent les sociétés de gestion de fournir des services de gestion de portefeuille.
- La création d'un passeport européen pour les actions de sociétés d'investissement harmonisées<sup>49</sup> et pour les parts d'OPCVM gérés par des sociétés de gestion. Celles-ci auront la possibilité d'établir dans tous les États membres leur réseau de distribution pour les parts des organismes de placement qu'elles gèrent, même par le biais de filiales ou de canaux électroniques de distribution<sup>50</sup>, et pourront vendre leurs parts dans tous les autres États membres. La condition préalable consistera à informer les autorités compétentes et à fournir à leur envoyé des documents traduits.
- L'inclusion de pratiques de gestion individuelle de portefeuille en plus de la gestion collective. Cette mesure a pour but principal d'empêcher la segmentation entre la gestion collective et individuelle de portefeuille et de permettre des économies d'échelle au niveau de la gestion. L'autorisation accordée aux sociétés de gestion d'effectuer, pour des investisseurs privés ou institutionnels, de la gestion individuelle de portefeuille en plus de la gestion ordinaire d'investissements collectifs, prévoit également la possibilité de gérer des fonds de pension. Des règles empêchant les conflits d'intérêts entre les deux catégories de gestion ont été établies afin d'éviter toute atteinte à la stabilité de la stratégie d'investissement.
- L'actualisation des dispositions relatives aux documents d'information. Afin d'offrir le cadre d'information le plus transparent qui soit, une nouvelle version simplifiée du paquet d'information présenté aux investisseurs a été introduite: le prospectus simplifié. Élaboré à titre d'ajout au prospectus complet existant déjà pour les OPCVM, il sera présenté comme un résumé de celui-ci. Le but est de fournir un document plus axé sur les investisseurs et de leur apporter des informations complètes. Ce prospectus doit être centré sur le profil de risque adopté et sur les instruments d'investissement employés, ainsi que sur des informations économiques et commerciales. Ces informations comprennent le régime fiscal, les commissions d'entrée et de sortie ainsi que les possibilités de vente des parts du fonds de placement. Elles seront présentées avec clarté et concision.

Les documents offerts au public et aux autorités compétentes doivent mettre en évidence les limites d'investissement imposées aux opérations sur instruments dérivés et les risques

---

<sup>48</sup> COM(2000)331.

<sup>49</sup> Les fonds non harmonisés se répartissent en deux catégories:

- les fonds européens non couverts par la législation nationale d'un État membre et non couverts par la directive 85/611/CEE;
- tous les fonds des États non-membres.

<sup>50</sup> COM(1998)451 final.

inhérents à ces opérations. Le prospectus simplifié est un document d'information qui devra obligatoirement être distribué aux investisseurs avant la conclusion du contrat. Il doit être traduit dans la langue nationale de l'État membre d'accueil. La distribution de la version complète ne sera en revanche pas obligatoire.

L'introduction de ce prospectus simplifié, qui s'ajoute à la version complète existante, a pour but d'offrir des informations plus exhaustives aux investisseurs potentiels de toute l'Union. Le concept-clé est d'atteindre le plus haut niveau d'harmonisation de ce prospectus entre les États membres.

Les OPCVM qui optent pour une politique d'investissement spécialisée devraient éviter les concentrations excessives d'actifs liquides provenant du même émetteur. Il a donc fallu abaisser la limite d'investissement dans les actifs d'un émetteur unique et l'étendre dans le cas des titres d'emprunt. Il faudrait éviter les concentrations excessives, surtout en dépôts effectués auprès du même établissement de crédit. Des inquiétudes ont été exprimées concernant le risque de liquidité et de contrepartie de cet instrument. Même la reproduction de la composition d'un certain indice boursier ou obligataire doit refléter un niveau de diversification élevé et être publié de façon adéquate.

Les limites<sup>51</sup> applicables aux investissements des fonds harmonisés qui placent dans des parts de fonds harmonisés ont été relevées et des limites qualitatives ont été instaurées. Cette position vise à empêcher les investissements croisés d'OPCVM dans d'autres fonds de placement, en particulier pour éviter l'apparition de cascades de fonds. Pour cette raison, la proportion d'investissements croisés doit également être surveillée de jour en jour.

### **1. Effets**

Les organismes de placement collectif dans lesquels des spécialistes placent l'argent des investisseurs dans une gamme d'actifs diversifiée selon des critères de risques définis, peuvent offrir aux investisseurs sans connaissances spécifiques le moyen d'investir dans un marché spécialisé. Comme ils représentent actuellement plus de 20% du PIB de l'UE, il importe d'assurer la protection des investisseurs sans pénaliser le développement potentiel de ces organismes de placement. Les organismes de placement collectif permettent de placer l'épargne dans des investissements productifs. En particulier lorsque la tendance des taux d'intérêt est à la baisse, ils constituent une alternative de plus en plus populaire aux investissements traditionnels dans les obligations du secteur public.

Ces mesures actualisées ont pour effet direct d'élargir la gamme de produits qui peuvent être offerts aux investisseurs<sup>52</sup>, et également, grâce au passeport européen, d'accélérer le processus de désintermédiation des services financiers. Cela signifie que l'intermédiation des services financiers sera gérée de plus en plus par des investisseurs institutionnels plutôt que par des établissements de crédit, comme à l'accoutumée. Il en résultera un changement de la structure des responsabilités des établissements de crédit<sup>53</sup>.

Le fait qu'une gamme plus étendue de produits d'investissement sera autorisée et que les parts pourront plus facilement faire l'objet de ventes transfrontalières renforcera à long terme

---

<sup>51</sup> Ces limites sont passées de 5% à 30%.

<sup>52</sup> Les OPCVM sont autorisés à investir non seulement dans des actions et obligations cotées, mais aussi dans des dépôts en banque (fonds en espèces), des instruments des marchés monétaires (fonds des marchés monétaires), des options standardisées, des contrats à terme négociés sur des marchés réglementés et des parts d'autres organismes de placement collectif (fonds de fonds).

<sup>53</sup> 399Y1007.

l'environnement concurrentiel entre les sociétés de gestion. En conséquence, la fixation des cours par rapport à la qualité de ces produits sera améliorée.

Les possibilités d'investissement plus vastes autorisées par la directive modifiée contribueront à soutenir la tendance à la hausse du secteur financier dont celui-ci a déjà bénéficié à la suite de la vague de concentrations mentionnée plus haut. Elles permettront la création dans l'Union européenne de marchés financiers plus liquides et plus profonds, même si la volatilité des parts des organismes de placement collectif augmentera probablement en raison de la possibilité d'investir en instruments dérivés de gré à gré. Par contraste, cette disposition augmentera le rendement moyen des investissements et favorisera de nouveaux investissements, à la fois en actifs financiers et en investissements directs dans l'économie réelle. Des effets indirects se feront sentir au niveau de l'emploi.

L'actualisation des règles applicables aux sociétés de gestion et des informations à fournir aux investisseurs renforce la compétitivité des sociétés de gestion par rapport aux autres opérateurs financiers tels que les banques, les compagnies d'assurance ou les sociétés d'investissement, et renforce aussi le cadre de surveillance et le niveau de protection des investisseurs. La directive modifiée a ainsi introduit des procédures d'autorisation harmonisées et partiellement automatisées pour les sociétés de gestion, une réglementation plus étendue pour la prestation de services et l'ouverture de filiales dans d'autres États membres, et elle couvre les règles instituant un réseau de coopération plus serré entre les autorités compétentes dans les différents États membres. L'introduction du passeport européen permettant de fournir des services dans l'Union et d'établir des filiales à l'étranger constitue un jalon important dans la création d'un marché financier unique. Elle permettra aux affaires de s'étendre au-delà des frontières et renforcera la concurrence internationale.

Les règles standard minimales visent à renforcer le cadre prudentiel à la disposition des investisseurs et du public en général, et à augmenter la transparence à l'intention des autorités de surveillance compétentes. Les principales règles concernent:

- les investissements et la répartition des risques;
- la mise à disposition d'informations au profit des investisseurs.

L'offre d'un niveau minimal de protection de l'investisseur favorise les ventes transfrontalières des parts.

La transparence accrue du profil de risque des investissements et des informations distribuées augmentera l'attrait des investissements en parts d'OPCVM et donnera un coup de fouet à la croissance des actions dans ce secteur. Cette évolution permettra de créer une offre alternative de formation de capital, qui pourra représenter une source alternative de capital-risque et entraînera une hausse des chiffres de l'emploi. Le fait que ce secteur pourra gérer des portefeuilles individuels et même des fonds de pension lui permettra de s'améliorer de façon dynamique grâce aux possibilités de diversification accrue. Il en résultera un effet direct sur la concurrence au sein du secteur des fonds de pension.

La concentration d'investissements dans des actifs émis par un établissement unique augmente le risque d'insolvabilité même s'il est possible de déterminer le type de titres dans lequel le placement devrait se faire. Le fait qu'un investisseur puisse conclure des contrats autres que des dépôts, par exemple des actions, des titres d'emprunt ou des contrats d'instruments dérivés, ne diminue pas l'exposition des investisseurs au risque d'insolvabilité.

Il est nécessaire de garantir l'aperçu interne des organismes de placement collectif en liaison avec les mécanismes de surveillance externe. *En vertu du principe de reconnaissance mutuelle, les sociétés de gestion agréées dans leur État membre d'origine pourront fournir les services pour lesquels elles ont reçu une autorisation dans l'ensemble de l'Union européenne*

*au moyen de l'établissement de filiales ou en vertu de la libre prestation des services*<sup>54</sup>. Conformément au principe du contrôle du pays d'origine, seul l'État membre dans lequel l'organisme de placement a établi son siège est compétent pour l'approbation des règles des fonds et pour la surveillance prudentielle des sociétés de gestion. Chaque État membre a le droit de fixer des règles plus sévères que celles de la directive, surtout concernant les conditions d'autorisation des OPCVM et le cadre prudentiel requis.

Des règles harmonisées applicables à un mécanisme de compensation devraient être introduites afin de garantir un niveau minimal de recours pour les détenteurs de parts dans l'éventualité où l'organisme de placement ne peut satisfaire à ses obligations envers ses investisseurs.

---

<sup>54</sup> COM(2000)331 final.

## Déclarations financières

### 1. Comptabilité

L'on a récemment souligné la nécessité d'améliorer la comparabilité des déclarations financières des sociétés afin de disposer d'informations financières sensées, pertinentes et fiables, fournies en temps utile. Cette amélioration permettrait de renforcer la protection des intérêts des investisseurs, des créanciers et des dépositaires d'enjeux, et autorise le développement du marché des actions de l'UE, à la traîne par rapport à la taille du marché américain des capitaux. La réalisation de cet objectif nécessite des normes communes en matière de déclarations financières. Dans l'UE, l'on applique bon nombre de règles de déclaration financière différentes et d'interprétations de ces règles, et le système de déclaration est fragmenté.

L'actuelle diversité des approches comptables de l'Union résulte de la législation créée par les directives comptables. L'approche législative générale de l'UE a permis des différenciations nationales. Des sociétés sont tenues de présenter leurs déclarations selon différentes normes comptables au sein du même État membre et même au sein de la même bourse.

La prise en compte des conventions légales et fiscales locales était justifiée lorsque les investisseurs et/ou les dépositaires d'enjeux étaient majoritairement de la même nationalité que la société concernée. Aujourd'hui, les investisseurs achètent de plus en plus de titres internationaux.

Récemment, la fixation même des normes a évolué rapidement. Dans la communication relative à une nouvelle stratégie comptable élaborée par la Commission en 1995<sup>55</sup>, l'on a proposé que les États membres autorisent les acteurs mondiaux en quête de capital sur les marchés internationaux des capitaux à élaborer leurs états financiers conformément aux normes comptables internationales (IAS). Depuis lors, certains États membres<sup>56</sup> ont permis à des sociétés cotées en bourse d'élaborer leurs états financiers conformément aux normes suivantes:

- les normes comptables internationales;
- aux États-Unis, les principes comptables généralement admis (PCGA);
- les normes nationales fondées sur les directives comptables de l'UE<sup>57</sup>.

Les IAS sont des normes comptables élaborées par le Comité international des normes de comptabilité<sup>58</sup> et mises en pratique dans les années 70 par des organismes comptables dans plusieurs pays industrialisés. Ces normes ont été développées par le biais d'une coopération internationale et conformément aux directives comptables, et ont été davantage détaillées. Elles présentent l'avantage d'avoir été conçues dans une perspective internationale et non en fonction d'un environnement spécifique.

Par ailleurs, les PCGA américains ont été mis au point et appliqués par le *Financial Accounting Standards Board* en coopération avec la *Securities and Exchange Commission* et le secteur comptable. Le fait que ces normes aient été conçues et modifiées uniquement au

---

<sup>55</sup> Harmonisation comptable: une nouvelle stratégie vis-à-vis de l'harmonisation internationale, 14.11.95.

<sup>56</sup> Autriche, Belgique, Allemagne, France, Finlande, Italie et Luxembourg.

<sup>57</sup> La quatrième Directive sur le droit des sociétés (78/660/CEE) harmonise le contenu des comptes annuels requis par les États membres des sociétés à responsabilité limitée, et la septième Directive sur le droit des sociétés (83/349/CEE) coordonne le contenu des comptes consolidés des groupes de sociétés.

<sup>58</sup> Un processus de restructuration interne de ce comité a été récemment présenté.

niveau des États-Unis, sans apport extérieur, complique leur application en Europe. En réalité, ces normes, très détaillées et volumineuses, reflètent la nature litigieuse de l'environnement national des États-Unis. La *Securities and Exchange Commission* surveille automatiquement les sociétés de l'UE qui appliquent les PCGA américains.

Le grand nombre d'états financiers établis selon des normes différentes induit une situation dans laquelle les déclarations financières sont difficilement comparables et entravent les possibilités d'investissements transfrontaliers. Il faut arriver à établir un ensemble unique et simple de normes comptables acceptées au niveau international.

L'adoption d'une approche commune comprend la mise en œuvre ou le développement d'une série d'éléments, notamment des orientations opportunes en matière d'interprétation et d'application, un contrôle légal, un système efficace de sanctions et un cadre de surveillance, en plus de la création d'un ensemble commun et clair de normes comptables.

Afin d'assurer une application correcte et commune des normes comptables, il importe d'effectuer des déclarations financières de haute qualité. L'établissement d'étalons pour le contrôle, le développement de normes d'éthique professionnelle et d'un système d'assurance pour la fonction légale devraient déterminer une approche commune de l'éthique de contrôle et professionnelle.

Le 13 juin 2000, la Commission a exposé à grands traits une stratégie pour les futures déclarations financières visant à supprimer les derniers obstacles à la négociation transfrontalière de titres. La recommandation d'employer un ensemble unique de normes comptables permettrait de disposer de comptes de société plus transparents et plus comparables, et multiplierait les possibilités de levées de capitaux dans l'Union. Selon cette communication, toutes les sociétés cotées de l'UE seront tenues d'élaborer leurs déclarations financières conformément aux IAS au plus tard pour 2005. Cette contrainte permettra aux sociétés d'adapter leurs systèmes comptables au cours de la période transitoire. À l'heure actuelle, quelques centaines de sociétés à peine appliquent ces normes mais, selon les estimations, elles devraient atteindre le chiffre de 7000 d'ici à 2005.

Entre-temps, les directives comptables doivent être modifiées afin de clarifier la base juridique des déclarations financières. Les sociétés qui appliquent les IAS ne s'y conforment pas toujours entièrement. *Des normes comptables de haute qualité ne garantissent pas en soi l'efficacité des déclarations financières, mais leur application correcte et stricte augmentera la crédibilité et le bon fonctionnement du mécanisme.* Des orientations communes sont requises pour indiquer la façon d'appliquer les normes, tandis qu'un cadre de surveillance externe est nécessaire pour protéger les intérêts des investisseurs.

En vue de simplifier et de renforcer la comparabilité dans ce secteur, il est souhaitable de demander l'*élaboration obligatoire* des comptes individuels aussi, conformément aux normes IAS, et d'étendre cette exigence aux sociétés non cotées en bourse, même au prix d'une période transitoire plus longue, si nécessaire<sup>59</sup>.

La proposition de la Commission contiendra des conventions transitoires qui encourageront une mise en conformité rapide avec les normes, ainsi que les règles de mise sur pied d'un service d'approbation. Celui-ci permettra de soumettre à l'influence de l'UE le processus de normalisation comptable et supervisera l'intégration des normes IAS dans l'Union. Le mécanisme en question déterminera si les normes adoptées sont conformes aux politiques publiques européennes. L'une des grandes missions du service d'approbation consistera à

---

<sup>59</sup> La Commission proposera de laisser aux États membres la possibilité d'étendre l'application des normes IAS aux sociétés non cotées et aux comptes individuels.

garantir la conformité des normes IAS par rapport à l'environnement de l'UE et que ces normes constituent une base appropriée pour les déclarations financières des sociétés européennes cotées en bourse.

Ce service se caractérisera par une structure à deux niveaux, technique et politique. Le niveau politique englobera tous les États membres et aura en charge l'approbation officielle. Les États membres seront représentés dans des commissions chargées de la mise à jour de la législation actuelle. Des experts hautement qualifiés formeront le niveau technique et bénéficieront de l'aide du secteur privé. Des groupes spécialisés seront constitués afin de s'occuper des questions spécifiques ou des cas où les normes auraient une incidence particulière sur les aspects prudentiels ou de surveillance.

La Commission soutient en outre l'effort de création d'un *organisme unique* qui serait chargé des normes de déclarations financières et pourrait être employé pour les aspects relatifs à la cotation partout dans le monde. Cela permettrait en particulier aux émetteurs internationaux d'utiliser des normes communes pour l'élaboration de leurs déclarations comptables en vue de mises sur le marché et de cotations transfrontalières. Le meilleur moyen de réaliser cet objectif est de renforcer les *efforts de coopération avec les autorités américaines* pour assurer la reconnaissance mutuelle des deux systèmes. Les titres pourront ainsi être négociés à l'intérieur et à l'extérieur de l'Union européenne sur la base d'un ensemble unique de normes de déclarations financières.

Le Comité international des normes de comptabilité<sup>60</sup> pourrait devenir l'un des organismes mondiaux de normalisation comptable en coopération avec le Forum consultatif comptable<sup>61</sup>. Plus de 25% des sociétés de l'UE font actuellement leurs déclarations selon les normes IAS, et ce chiffre passe à 50% si l'on inclut dans le calcul les pays candidats à l'adhésion à l'UE et les pays de l'AELE. Afin d'éviter que les intérêts des divers pays ne faussent les décisions, les membres du conseil de l'IASC ne sont soumis à aucune condition de nationalité. Outre sa légitimation, l'une des grandes exigences à poser à un organisme international de normalisation réside dans son indépendance par rapport aux organes de normalisation nationaux.

L'acceptation généralisée des normes IAS fixées par l'IASC permet aux sociétés qui recherchent la cotation en bourse en dehors de l'UE d'élaborer un seul jeu de comptes au lieu de deux. Cette harmonisation devrait permettre à ces sociétés de réduire leurs coûts et d'accroître leur comparabilité. Une meilleure coopération de l'IASC avec les autorités américaines de normalisation amènerait une harmonisation potentielle par la reconnaissance mutuelle des deux normes en usage.

On peut lier à cela le recours accru à la procédure d'*auto-enregistrement* par les émetteurs de titres de l'UE. Cette procédure comprend la fourniture d'un document de référence et d'une note de titre à déposer auprès des autorités nationales compétentes. Elle vise à assurer, par l'usage d'un système commun d'enregistrement, un accès sûr à d'autres marchés européens, y compris aux informations financières.

Afin d'améliorer la comparabilité des déclarations financières, la quatrième Directive énonce le cadre juridique applicable à la présentation des comptes annuels ainsi que les exigences de publication. De plus, elle décrit des méthodes d'évaluation des postes de bilan. Les sociétés

---

<sup>60</sup> L'IASC est un organe indépendant du secteur privé qui englobe les représentants de 143 organismes de normalisation comptables de 103 pays. La Commission jouit du statut d'observateur à l'IASC, qui approuve les normes comptables internationales.

<sup>61</sup> Il s'agit d'un ensemble d'experts des principales parties concernées par la comptabilité dans l'Union européenne. Ce forum n'est pas un organisme de normalisation comptable.

sont tenues d'évaluer leurs actifs conformément au principe du prix d'acquisition ou du coût de revient et selon le modèle du coût historique. Les États membres peuvent toutefois demander la réévaluation de certaines catégories d'actifs ou leur évaluation sur la base de leur coût de remplacement.

Les changements dynamiques des marchés financiers internationaux ont entraîné l'emploi non seulement d'instruments financiers classiques, comme les actions ou les obligations, mais aussi différentes formes d'instruments financiers dérivés<sup>62</sup>. L'emploi croissant de ces instruments dépasse le rythme d'adaptation de la législation comptable.

Dans le but de moderniser les règles comptables de l'UE, l'on a proposé d'introduire un modèle de comptabilisation à la *juste valeur* pour certains actifs et passifs financiers et de s'éloigner du modèle du coût historique, surtout au vu de l'usage très répandu des instruments dérivés<sup>63</sup>. Les instruments dérivés, souvent employés pour la gestion de risques, peuvent introduire des risques qui leur sont associés et rapidement accentuer ou diminuer le profil de risque et la position financière d'une société. L'impact de ces instruments ressort clairement du rapport financier des sociétés. On définit en général la juste valeur comme *le montant pour lequel un actif peut être échangé ou un passif réglé, entre des parties bien informées et consentantes, dans le cadre d'une transaction au prix du marché. En pratique, comme il existe souvent un marché actif concernant les instruments concernés, la juste valeur correspond à la valeur du marché*<sup>64</sup>.

Les instruments financiers sont en général détenus pour être négociés et pour générer des bénéfices par des opérations d'achat et de vente à court terme. Dans ce cas, la réalisation de bénéfices est garantie et n'affecte donc pas de façon significative le compte de pertes et profits ni la distribution des bénéfices. La meilleure solution consiste à permettre d'affecter à une réserve de juste valeur du bilan les variations de la juste valeur d'instruments non destinés à la négociation.

Les instruments financiers servent également à la comptabilité de couverture; ils offrent dans ce cas une couverture contre les fluctuations potentielles de valeur de l'instrument sous-jacent. Dans ce cas, l'effet net des variations de valeur de l'instrument sous-jacent et sa variation de valeur inverse devraient s'annuler, ce qui n'entraîne pas de difficultés supplémentaires.

## 2. Effets

L'une des grandes entraves au développement du marché du capital-risque dans la Communauté est la réticence des investisseurs à placer leur épargne dans des entreprises dont les résultats sont relativement imprévisibles, donc risqués. En matière d'information, l'un des efforts que pourraient consentir les entreprises dans le but d'inciter les investisseurs à investir consisterait à augmenter la transparence et la comparabilité de leurs états financiers. Il en résulterait directement une croissance de la concurrence entre les entreprises de secteurs apparentés.

Le fait que différentes normes comptables sont autorisées réduit les possibilités de comparaison des états financiers au niveau national et, à plus forte raison, international. Cette situation crée une confusion parmi les organes de surveillance et les investisseurs et perturbe la levée de capitaux sur les marchés d'autres États membres. Il est donc nécessaire d'exiger

<sup>62</sup> Par exemple, les contrats à termes, les options et les swaps.

<sup>63</sup> Un instrument dérivé est un instrument financier qui tire sa valeur d'un cours ou d'un taux sous-jacent.

<sup>64</sup> COM(2000)80 final, proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant les directives 78/660/CEE et 83/349/CEE en ce qui concerne les règles d'évaluation applicables aux comptes annuels et aux comptes consolidés de certaines formes de sociétés, 24.02.2000.



l'application des normes IAS, même pour les comptes individuels, et d'étendre cette exigence aux sociétés non cotées en bourse. Le fait que des sociétés non cotées, en général des petites et moyennes entreprises, élaborent déjà leurs comptes financiers conformément aux normes reconnues au niveau international, renforce leur crédibilité et augmente leurs possibilités d'aller en bourse et d'attirer le capital-risque. Leur développement en sera stimulé.

Dans le but d'améliorer la comparabilité, même à court terme, il faudrait que la totalité ou que certaines catégories de sociétés adoptent la méthode de comptabilisation à la juste valeur. Tous les instruments dérivés devraient être évalués au moyen de la même méthode. Certains types de postes du bilan, comme les immobilisations, les dettes à long terme ou, en particulier, les postes de passif, ne peuvent être évalués à la juste valeur. Pour cette raison, il faut en exclure les dettes propres des sociétés et, afin de tenir compte du risque de crédit des sociétés, d'ajouter une *réserve* au bilan.

Cette méthode d'évaluation influencerait en particulier les instruments caractérisés par l'absence de coût historique et la présence d'une juste valeur considérable. D'autre part, la modification de directive n'affecterait pas les PME parce que celles-ci n'élaborent pas de comptes consolidés et qu'elles n'emploient en général pas d'instruments financiers, ce qui les dispense bien sûr d'en faire la déclaration.

Cette harmonisation doit se faire sur le plan international et, sans se restreindre au niveau de la Communauté, pouvoir compter sur la coopération de la *Securities and Exchange Commission*. Étant donné qu'il est impossible de mettre en œuvre un ensemble commun de normes comptables en Europe et aux États-Unis à cause des particularités relatives aux litiges, il faut parvenir à une reconnaissance bilatérale des normes employées. Cet aspect est particulièrement important si l'on veut atteindre une répartition adéquate de la surveillance des sociétés européennes situées en Europe ou des sociétés américaines établies en Europe, qui pourraient vouloir élaborer leurs déclarations financières selon les normes de l'un ou de l'autre continent. La reconnaissance mutuelle rendrait moins nécessaire l'élaboration d'un ensemble supplémentaire de normes comptables.

Les entreprises actives dans les nouvelles technologies, par exemple les entreprises "dotcom", constituent un défi supplémentaire pour les comptables. Les "dotcom" débarquent sur le marché à partir d'une idée et de quelques personnes. Leurs bilans manquent d'immobilisations corporelles. En revanche, elles dépendent de façon vitale du capital humain, lequel n'apparaît pas au bilan. Leurs principales ressources sont incorporelles. Pourtant, les investisseurs placent leur argent dans ces entreprises dans l'espoir de rendements massifs avec un minimum d'effort.

Les professionnels de la comptabilité subissent des pressions en raison du caractère dépassé de la comptabilité classique et des estimations de valeur. Comme ces sociétés sont fondées sur le capital humain, il est difficile d'évaluer leur propriété intellectuelle. Les entreprises de la nouvelle économie montrent à souhait le caractère inadéquat de la mesure et de l'évaluation des actifs lorsque la valeur ne réside pas dans des équipements, des usines ou des bâtiments, mais dans des actifs incorporels. Paradoxalement, l'investissement en capital humain est présenté au bilan comme une dépense et non comme un actif. Si les comptables veulent continuer à jouer un rôle important, ils doivent s'adapter au nouvel environnement et contribuer à la recherche de mesures fiables des actifs humains.

### **3. Contrôle**

Au niveau international, la comptabilité et le contrôle des comptes sont étroitement liés. Le contrôle légal des comptes devrait faire partie de la structure de mise en exécution et viser à surveiller l'application des normes IAS par les entreprises.

L'objectif du contrôle des comptes a été défini comme le fait de permettre au contrôleur d'exprimer un avis sur la mesure dans laquelle les états financiers d'une société se conforment au cadre de déclaration financière. Le contrôleur légal remplit un rôle essentiel car il assure la crédibilité des déclarations financières des sociétés en garantissant la fiabilité des informations financières. Il existe un risque non négligeable que les comptes d'une société ne soient acceptés par les marchés internationaux de capitaux qu'à la condition que ces comptes aient été vérifiés par un professionnel indépendant, conformément aux normes acceptées au niveau international<sup>65</sup>.

Le cadre juridique en la matière manque d'un point de vue et d'une définition communs du rôle, du statut et de la responsabilité du contrôleur. Le manque d'harmonisation de la législation entrave l'accès des entreprises européennes aux marchés internationaux de capitaux. Il serait possible d'accroître la transparence en harmonisant les informations financières publiées par les sociétés et en améliorant la fiabilité de ces informations.

La huitième Directive du Conseil du 10 avril 1984 sur l'agrément des personnes chargées du contrôle légal des documents comptables définit les qualifications minimales du contrôleur légal. Néanmoins, elle ne donne pas d'instructions précises concernant de nombreux aspects relatifs à la fonction de l'audit comptable, à son rôle, son statut ou sa responsabilité. Il en résulte des différences dans la façon d'aborder les choses au niveau national ou dans l'autoréglementation appliquée par les comptables professionnels.

Il faut arriver à élaborer une vue commune du contrôle légal des comptes au niveau de la Communauté. Les aspects suivants ne sont pas couverts de façon adéquate par la 8<sup>e</sup> directive<sup>66</sup>:

- le rôle et les responsabilités du contrôleur dans les domaines suivants:
  - La fraude. Si le contrôleur vient à soupçonner une fraude, il doit approfondir ses recherches jusqu'à ce que ses soupçons disparaissent ou soient confirmés. Dans certains cas, la fraude doit être déclarée à un organisme réglementaire déterminé par chaque État membre.
  - Le fonctionnement et la qualité du système de contrôle interne.
  - Le respect par l'entreprise de ses obligations légales. L'on ne peut raisonnablement attendre du contrôleur des comptes qu'il fasse rapport sur des questions qui sortent de ses compétences. La responsabilité directe de ces obligations légales devrait être portée par le service de contrôle interne.
  - Responsabilités environnementales. Cet aspect comprend les sanctions commerciales, les politiques de développement des produits et la sécurité des opérations de la société cliente.
  - Exactitude des états financiers, qui doivent être conformes aux principes comptables, aux dispositions légales et donner une image fidèle de l'entreprise.
  - La garantie de bonne santé financière de l'entreprise. Les contrôleurs légaux se doivent de prévenir la direction lorsqu'ils détectent la présence de facteurs susceptibles de réduire les ressources ou la santé financière de l'entreprise.

---

<sup>65</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/audit/news/399.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/399.htm)  
Comptabilité: communication de la Commission sur le contrôle légal des comptes dans l'Union européenne.

<sup>66</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/audit/news/696.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/696.htm)  
Comptabilité: la Commission adopte le Livre vert sur le rôle, le statut et la responsabilité du contrôleur légal des comptes.

- Le contenu du rapport d'audit. Le rapport d'audit est l'instrument par lequel le contrôleur légal communique avec les actionnaires, les créanciers et les employés de l'entreprise et le public d'une manière générale. Le droit des sociétés de chaque État membre précise ce que doit contenir le rapport d'audit; ce droit devrait être harmonisé et normalisé au niveau de l'UE. En général, le rapport d'audit fournit les informations suivantes:
  - le rapport de gestion est, ou n'est pas, conforme aux comptes annuels;
  - le rapport de gestion donne, ou ne donne pas, une image fidèle de la situation financière de l'entreprise;
  - les comptes annuels sont conformes, ou ne sont pas conformes, aux exigences du droit des sociétés;
  - l'audit a été réalisé, ou n'a pas été réalisé, conformément aux normes d'audit en vigueur.
- ***L'indépendance du contrôleur.*** Le contrôleur doit apporter la preuve qu'il est en mesure de s'acquitter de sa mission de façon objective. Le contrôleur légal doit être indépendant de la structure de direction et des conseils de surveillance des entreprises clientes. Les responsabilités des contrôleurs doivent être limitées par le fait que ce sont les directeurs des entreprises clientes qui élaborent les comptes et en sont donc directement responsables. En outre, le fait que des entreprises conservent pendant trop longtemps le même contrôleur légal serait négatif car une telle situation peut déboucher sur l'établissement de liens trop étroits entre le contrôleur et la direction. Il faudrait instaurer une *rotation* obligatoire du contrôleur légal, par exemple une période maximale de 7 ans pour chaque contrôleur successif.
- ***Règles de nomination et de licenciement des contrôleurs légaux.***
- ***Montant des honoraires d'audit.*** Ce montant est habituellement convenu à l'avance. Si le contrôleur légal soupçonne des activités frauduleuses, il devra négocier ses honoraires pour ce travail supplémentaire avec le directeur.
- ***Limitations de la responsabilité des contrôleurs.***
- ***Liberté d'établissement et libre prestation de services.*** La liberté d'établissement dans un autre État membre des contrôleurs légaux est garantie par les dispositions de la directive 89/48/CEE relative à la reconnaissance mutuelle des formations professionnelles<sup>67</sup>. Les contrôleurs légaux souhaitant exercer dans un autre État membre doivent acquérir le titre professionnel de cet État membre, mais sont dispensés de suivre le programme de formation complet et peuvent obtenir ce titre en réussissant un examen d'aptitude.
- ***Le contrôle légal des comptes des PME***<sup>68</sup>. Les contrôleurs légaux des comptes sont nécessaires même pour les petites entreprises car celles-ci ne disposent en général pas de mécanismes de contrôle interne.
- ***Le contrôle légal des comptes des groupes d'entreprises.*** En raison de la complexité et de la taille croissantes des groupes d'entreprises, les contrôleurs ont de plus en plus de mal à considérer de tels groupes comme des entités financières et à se faire une idée complète des activités les plus significatives et des liens importants dans les groupes. Pour résoudre ce problème, il a été proposé de procéder à la *nomination conjointe de contrôleurs légaux*, qui se chargeraient séparément de chaque partie du groupe d'entreprises et qui s'échangeraient leurs informations. Le rapport du groupe serait élaboré en commun.

<sup>67</sup> Livre vert, Rôle, Statut et responsabilité du contrôleur légal des comptes dans l'Union européenne.

<sup>68</sup> Petites et moyennes entreprises.

La question du *statut* du contrôleur légal des comptes par rapport à l'entreprise et de son rôle dans les audits internes doit être examinée dans le contexte plus large du gouvernement d'entreprise. Alors que le conseil d'administration est responsable de la préparation des états financiers, le rôle du contrôleur légal consiste à faire rapport aux actionnaires, ainsi qu'à toute partie pouvant s'intéresser à la société, sur les états financiers qui lui ont été soumis par les administrateurs.

La *responsabilité* professionnelle est traitée assez différemment selon l'État membre. Afin d'éviter que des cabinets d'audit doivent verser des montants disproportionnés par rapport aux honoraires perçus et à leur responsabilité directe, il convient de fixer des plafonds au niveau communautaire. Les États membres pourraient déterminer une *limitation standardisée* afin de limiter le montant dont seraient redevables les cabinets d'audit en cas de litige. Les contrôleurs légaux pourraient aussi être autorisés à limiter encore davantage la limitation fixée au niveau de l'UE en cas de litige. L'institution d'une *assurance professionnelle obligatoire pour les contrôleurs légaux* a été proposée. Dans ce cas, il convient d'éviter tout refus de la part de cabinets d'audit d'accepter la désignation de clients à haut risque et de pratiquer une discrimination à l'encontre des clients sur la base du cadre en matière de litiges appliqué dans le pays qui est le leur.

La Commission a en outre adopté le 7 mai 1998 une communication<sup>69</sup> sur l'avenir du contrôle légal des comptes dans l'UE. La Commission a proposé d'instituer un comité sur les questions de contrôle légal des comptes, composé d'experts désignés par les États membres, qui travaillerait en coopération avec le forum consultatif comptable. Les principales missions de ce comité seront les suivantes:

- procéder à une évaluation des normes internationales en vigueur en matière d'audit mises au point par l'IFAC (*International Federation of Accountants*) et garantir leur application au niveau de l'UE;
- procéder à l'examen des systèmes de contrôle de qualité en usage dans les États membres;
- examiner les propositions concernant l'adoption d'un corps de principes fondamentaux en matière d'indépendance élaborés par la profession comptable européenne. Tous les États membres n'ont pas mis en place des systèmes de contrôle de la qualité; il s'agit parfois davantage de mécanismes de surveillance que de contrôle.

#### 4. Effets

La séparation des compétences entre les contrôleurs internes et les contrôleurs légaux constitue l'une des questions les plus controversées du moment. Le contrôleur légal des comptes ne peut être tenu pour responsable de matières qui dépassent ses compétences. Cette précaution diminuera les risques de conflits et d'exécution de tâches qui se chevauchent. Une plus grande implication des *contrôleurs internes* s'imposera cependant, en particulier en coopération avec le comité sur les questions de contrôle légal des comptes. L'efficacité de ce comité en sera accrue, surtout concernant l'élaboration des lignes directrices standard internationales.

Les responsabilités environnementales requièrent également une coopération plus étroite. En raison de l'importance croissante des questions environnementales dans chaque secteur commercial de l'économie moderne, les politiques de développement de produits, comme les vérifications de sécurité de la production, doivent être menées par des contrôleurs légaux en coopération avec des contrôleurs internes qui possèdent une connaissance plus complète des

<sup>69</sup> Communication de la Commission intitulée "Le contrôle légal des comptes dans l'Union européenne: la marche à suivre", JO C 143 du 8 mai 1998.

procédures internes de l'entreprise. Néanmoins, compte tenu du rôle et de la fonction des contrôleurs légaux ainsi que de l'impact international des résultats de leur travail, ils devraient assumer une responsabilité environnementale.

En raison de l'image de crédibilité liée à la fonction d'audit, il est particulièrement important pour les petites et moyennes entreprises d'avoir accès au contrôle légal des comptes. Concernant les exigences en matière de déclarations, le fait qu'un professionnel indépendant contrôle les comptes d'une société permet aux sociétés non cotées en bourse d'accéder plus facilement au capital-risque et à la cotation en bourse.

Concernant la libre prestation transfrontalière de services, certains États membres exigent que les contrôleurs individuels soient établis dans le pays d'accueil. Cette exigence est dictée par le souci d'exercer une surveillance efficace sur les activités des professionnels concernés afin de garantir la qualité des services qu'ils fournissent. À partir du moment où un contrôleur légal des comptes possède le titre professionnel de l'État membre d'accueil, le fait de l'obliger à disposer d'un établissement sur le territoire de ce pays serait lui imposer une contrainte inutile.

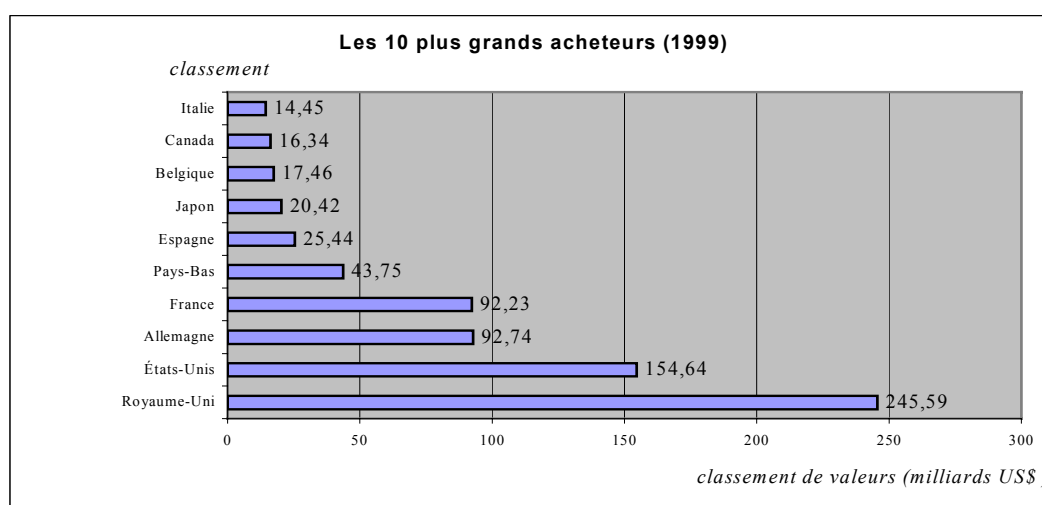
Par ailleurs, la liberté pour les cabinets d'audit de fournir des services peut s'exercer sous de nombreuses formes de partenariats ou de détentions de capital, mais la plupart des États membres ne l'autorisent pas. La création d'une filiale d'un cabinet d'audit par des professionnels étrangers, par exemple, est compliquée par le fait que les dispositions législatives du pays d'accueil limitent les possibilités d'établissement. Des lois strictes régissent la propriété, la gestion ou le contrôle des cabinets d'audit. La majorité des droits de vote dans un cabinet d'audit doit être détenue par des personnes physiques ou des cabinets d'audit qui ont été agréés conformément à la législation du pays d'accueil. Les dispositions discriminatoires sont souvent basées sur la nationalité. En conséquence, la communication souligne l'importance d'instaurer un cadre de reconnaissance mutuelle pour les services et les exigences de contrôle des comptes.

## Droit des sociétés

### 1. Concentrations transfrontalières

En raison de l'ouverture des marchés, de la déréglementation des industries d'État et de la croissance rapide des économies émergentes, le nombre de concentrations et d'acquisitions transfrontalières a sensiblement augmenté, et les schémas économiques ont changé. L'an passé, les opérations transfrontalières ont augmenté de près de 50%, et ont été effectuées pour les trois quarts en Europe occidentale. Le pays ayant effectué le plus de rachats, soit 30% du total, est le Royaume-Uni, et les États-Unis sont restés le pays qui attire le plus d'achats<sup>70</sup>.

**Graphique 5**



Source: ABCNEWS.com

Les opérations transfrontalières sont définies comme des contrats conclus entre des sociétés établies dans deux pays au moins. Au sein de cette catégorie, l'on peut encore distinguer:

- ◆ les opérations intracommunautaires, qui n'impliquent que des sociétés établies dans l'Union européenne;
- ◆ les opérations internationales, qui impliquent au moins une société établie hors de la Communauté.

Les opérations nationales impliquent des sociétés d'un seul État membre. Pourtant, même si dans ce cas l'impact majeur des opérations est censé se confiner sur le territoire national, des effets de retombées sont de plus en plus probables en raison des liens qui unissent les États de façon croissante.

La définition et la gestion de ces opérations sont particulièrement importantes si l'on veut assurer un développement harmonieux du marché unique. La réglementation consolidée en vigueur présente certaines faiblesses. Le règlement n° 4064/89 du Conseil, "règlement sur les concentrations", a été adopté en décembre 1989 et est entré en vigueur en septembre 1990. Il s'applique aux:

- ◆ concentrations;
- ◆ acquisitions de participations;
- ◆ établissements d'entreprises communes à caractère de concentration;

<sup>70</sup> *Financial Times*.

dans le cadre desquelles, comme le précise l'article 1(2),

- le chiffre d'affaires total réalisé sur le plan mondial par au moins deux entreprises concernées ne dépasse pas un certain montant;
- les entreprises concernées ne réalisent pas plus d'une certaine partie de leur chiffre d'affaires total dans la Communauté à l'intérieur d'un seul et même État membre.

L'un des principes fondamentaux de cette législation était de soumettre à la juridiction exclusive de la Commission les concentrations dont l'incidence est susceptible de dépasser le niveau d'un marché national. En vertu du principe de subsidiarité, la Commission ne devrait être compétente que pour ces concentrations à dimension communautaire.

La dimension communautaire d'une concentration se définit sur la base de ses effets en matière de domination de marché. Lorsqu'une opération relève de la juridiction d'un pays, on l'évalue habituellement par rapport aux aspects suivants:

- ◆ la taille des parties;
- ◆ la taille de l'opération;
- ◆ la part de marché des parties;
- ◆ l'incidence potentielle de l'opération sur l'état de la concurrence au sein du pays.

Le contrôle des concentrations doit s'appliquer davantage aux concentrations qui opèrent sur des marchés caractérisés par un chiffre d'affaires total élevé et/ou des conglomérats intervenant dans la procédure de concentration. Afin de pouvoir quantifier ces incidences plus facilement, la Commission fonde ses décisions sur des critères quantitatifs définissant les projets de concentration à incidence transfrontalière. Cette méthode permet d'obtenir une certitude juridique et l'applicabilité du cadre réglementaire des concentrations, mais elle présente néanmoins certains aspects négatifs.

Le règlement cité établit que la procédure d'examen des opérations s'effectue en deux phases. Lors de la première phase, la Commission doit déterminer si l'opération concernée relève de sa juridiction. Dans l'affirmative, il faut déterminer si l'opération soulève des inquiétudes à propos de la concurrence ou renforce une position dominante. En cas de doute, une analyse plus approfondie s'impose.

Le fait de relever de la législation communautaire présente l'avantage de permettre l'application du principe du *guichet unique*, grâce auquel les coûts administratifs et de notification peuvent être maintenus à un niveau assez bas<sup>71</sup>. Les sociétés impliquées dans des concentrations qui relèvent de la compétence exclusive de la Commission ne doivent donc effectuer qu'une seule notification préalable auprès de celle-ci. Ce principe a pour but de confier la décision à l'entité qui est en principe la plus à même de s'occuper des concentrations.

Le principe de la compétence exclusive de la Commission permet aussi de veiller à ce que toutes les concentrations ayant une incidence internationale significative soient soumises à un ensemble uniforme de règles (*conditions de concurrence égales*). Les dispositions réglementaires en matière de contrôle des concentrations divergent encore dans une large mesure. Certaines dispositions n'exercent aucun contrôle de ce type tandis que d'autres sont fondées sur des procédures de notification volontaires ou obligatoires (voir l'annexe 1).

L'étendue et la structure des concentrations sont en augmentation et les frontières entre les divers services changent et se confondent. Lorsque plusieurs autorités interviennent dans le

---

<sup>71</sup> La procédure de notification impose aux sociétés de remplir un formulaire standard unique.

processus décisionnel d'une concentration, des incertitudes juridiques peuvent apparaître et des décisions différentes, voire conflictuelles, peuvent être prises dans les différents pays. Pour les autorités de réglementation, cette situation peut aussi, d'une part, se traduire par des litiges juridictionnels, des difficultés pour mener une enquête, surtout lorsque la source d'information est située hors de leur juridiction et, d'autre part, engendrer des propositions d'actions correctives conflictuelles. Les multiples exigences de notification représentent pour les entreprises des efforts et des coûts financiers supplémentaires et entravent considérablement leur intégration au marché. Par contraste, la notification unique à l'autorité de contrôle des concentrations de l'UE (guichet unique) permet des économies d'argent et de temps. Au chapitre des coûts, il faut encore ajouter les possibilités que perdent les parties de faire des affaires conjointement pendant le processus d'enquête.

*Le gouvernement canadien a soutenu une proposition de concentration entre la société de Havilland (Canada) et ATR, une entreprise européenne, parce que de Havilland risquait de faire faillite en cas d'échec de la concentration. Afin d'autoriser cette concentration, le Canada a utilisé une combinaison de dispositions dites de "bien-être total" (maintien de l'emploi) et d'"exception à l'efficacité". Le pays avait consenti à approuver cette concentration parce qu'il ne prévoyait pas de problème potentiel de concurrence au Canada même. Toutefois, l'UE a fait barrage à cette proposition en justifiant son refus par le fait que la société qui résulterait de la concentration détiendrait une position dominante (50%) sur le marché mondial des avions à turbopropulseur destinés au transport régional<sup>72</sup>.*

Cet exemple montre à quel point la coopération entre autorités des différents pays concernés peut s'avérer difficile si leurs priorités sont divergentes ou opposées.

Des preuves empiriques montrent que certaines concentrations dont l'incidence dépasse les frontières nationales peuvent ne pas relever de la législation de la Commission. Les concentrations entre des conglomérats de même nationalité qui ne relèvent pas du règlement peuvent avoir des répercussions considérables dans la Communauté. La législation précise que la Commission est responsable des concentrations dès que celles-ci ont une dimension communautaire, qui est définie sur la base du chiffre d'affaires annuel des sociétés. De plus, les concentrations ayant une incidence transfrontalière significative peuvent être exclues du champ d'application du règlement si les sociétés qu'elles impliquent réalisent une certaine partie de leur chiffre d'affaires dans la Communauté à l'intérieur d'un seul État membre.

Le seuil de chiffre d'affaires énoncé à l'article 1 du règlement sur les concentrations devait en principe être modifié en 1993. Cette révision des seuils a été reportée, et le règlement a été récemment modifié par le Règlement 1310/97 du Conseil afin d'aligner la législation sur les réalités et l'évolution du marché unique. L'un des principaux amendements concernait l'ajout d'un paragraphe 1(3) à l'article 1<sup>er</sup>. Cette disposition devait apporter une solution au problème constaté aux quatre coins de la Communauté, à savoir qu'un certain nombre de concentrations n'avaient pas atteint les chiffres d'affaires définis par le règlement sur les concentrations et avaient donc dû faire l'objet d'une notification au niveau national dans plusieurs États membres.

## **2. Effets**

Ce nouveau paragraphe 1(3) vise les transactions portant sur des chiffres d'affaires relativement bas, mais requérant une notification dans *au moins trois États membres*. Il se base sur l'hypothèse qu'aussi longtemps que seuls deux États membres étaient concernés, les

<sup>72</sup> <http://www.consumerinternational.org/campaigns/competition/competition5.html>



conflits potentiels pouvaient être évités par des accords bilatéraux. L'on a cependant constaté que cette disposition ne faisait que compliquer la procédure de notification et entraîner des coûts supplémentaires. Les concentrations qui n'atteignent pas les seuils de chiffre d'affaires modifiés mais qui relèvent de la compétence de deux ou plusieurs autorités de contrôle nationales peuvent être considérées comme ayant une incidence sur la Communauté.

*La meilleure solution consiste à étendre la juridiction de la Commission aux concentrations qui relèvent du cadre juridique de plusieurs systèmes nationaux.* Lorsque des concentrations ont un effet sur le commerce intracommunautaire, il convient d'adopter une approche uniforme, de préférence par la mise en place d'une autorité unique. Compte tenu des différences existant entre les cadres juridiques et fiscaux, notamment en ce qui concerne les informations requises par les diverses autorités de réglementation, l'harmonisation sera en gros impossible. La centralisation des systèmes représente la meilleure solution.

L'une des exigences fondamentales consiste à réorganiser les compétences entre la Commission et les autorités nationales de concurrence. Trois critères sont pertinents pour cette réorganisation:

- ◆ les seuils de chiffres d'affaires<sup>73</sup>;
- ◆ la règle des deux tiers, également énoncée au nouveau paragraphe ajouté dans la législation modifiée;
- ◆ le mécanisme correcteur de l'article 9, par lequel un ou plusieurs États membres peuvent demander à la Commission d'évaluer des concentrations qui n'atteignent pas les seuils de chiffre d'affaires ou, dans l'autre cas, par lequel un État membre peut demander le renvoi si l'opération affecte spécifiquement la concurrence dans cet État membre<sup>74</sup>.

Il convient de trouver un *compromis* simplifié entre ces trois éléments afin de simplifier le cadre du règlement et d'assurer une application généralisée du principe du guichet unique.

Les concentrations qui relèvent du nouveau paragraphe 1(3) ont clairement une dimension communautaire. Néanmoins, la législation existante ne garantit pas que *toutes* les concentrations comportant une telle dimension relèveront de la législation modifiée de la Commission. L'on a constaté qu'un nombre relativement élevé des opérations ne répondait pas aux critères des trois pays tels qu'énoncés au paragraphe 1(3).

De plus, diverses études ont montré que le *niveau du chiffre d'affaires* requis est moins déterminant dans l'exclusion des opérations de la législation communautaire que le *nombre d'États membres* dans lesquels un tel niveau de chiffre d'affaires est requis. Cela signifie que, même avec l'exigence d'un niveau plus bas, seules certaines des opérations auraient pu relever du règlement communautaire.

La solution consisterait donc à abolir le paragraphe 1(3) et à procéder à la place à un abaissement des seuils de chiffre d'affaires fixés par l'article 1(2). Cela implique de réduire l'exigence de chiffre d'affaires au niveau mondial et au niveau communautaire à la fois. De plus, en vue d'une plus grande souplesse juridique, les seuils définissant la dimension communautaire des concentrations devraient être modifiés par le Conseil agissant à la majorité qualifiée sur proposition de la Commission.

Afin de renforcer la souplesse et d'éviter la nécessité de changer les seuils de chiffre d'affaires en fonction de l'évolution de l'environnement, l'emploi de *seuils fondés sur la part de marché*

<sup>73</sup> Définis par les paragraphes 2 et 3 de l'article 1<sup>er</sup>.

<sup>74</sup> COM(2000)399 final.

serait plus approprié qu'une réglementation des activités de concentration basée sur des plafonds de chiffre d'affaires.

Une seconde difficulté vient du principe des deux tiers. Celui-ci pourrait entraîner un effet discriminatoire pour les sociétés dont les activités principales sont situées dans les grands États membres par rapport à celles qui les mènent dans les plus petits États membres. Si l'article peut servir de sauvegarde pour tout intérêt spécifique manifesté par un État membre, il est justifié de proposer l'abolition de la règle des deux tiers.

Dans cette hypothèse, la plupart des opérations ayant une incidence transfrontalière potentielle relèveraient de la législation communautaire et de nombreuses sociétés bénéficieraient du principe du guichet unique. Des conditions de concurrence égales seraient ainsi assurées. Néanmoins, les opérations effectuées dans un État membre avec une incidence transfrontalière peuvent continuer dans une mesure raisonnable à dépendre du cadre réglementaire de l'État membre concerné. Le système existant de compétence exclusive doit être réorganisé et redistribué entre la Communauté et les autorités nationales de concurrence.

Le fait d'avoir recours à des seuils de parts de marché plutôt qu'à des seuils de chiffre d'affaires permet même l'inclusion dans la législation communautaire des industries des nouvelles technologies qui ne génèrent habituellement pas de chiffres d'affaires élevés. Ces industries sont particulièrement importantes car elles représentent les entreprises à fort potentiel de croissance, à savoir les acteurs principaux des marchés du capital-risque et, peut-être, en tant que nouveaux opérateurs commerciaux, les acteurs de la création de nouveaux emplois, y compris des emplois de haute qualité et bien rémunérés.

Ces dernières années, les opérations bancaires nationales ont représenté une partie considérable du total des opérations nationales mais, dans le secteur bancaire, les concentrations transfrontalières sont rares parce que plus problématiques. *Les concentrations entre constructeurs automobiles ou entre entreprises de biens de consommation permettent de centraliser la production parce que les produits sont essentiellement les mêmes d'un bout à l'autre de l'Europe. Il n'en va pas de même pour de nombreux services financiers*<sup>75</sup>. Par ailleurs, les produits bancaires tels que les polices d'assurance-vie ou les comptes sont habituellement propres à chaque pays et sont fortement tributaires de la structure juridique et fiscale des différents pays. Comme les systèmes fiscaux n'ont pas encore été harmonisés, des synergies et des économies d'échelle sont impossibles. Pour les banques, les concentrations au sein d'un marché restent le moyen le plus simple de grandir et de fusionner leurs opérations de post-marché sans courir le risque de voir les activités des filiales se chevaucher.

Dans le cas des établissements financiers et de crédit, les critères généralement appliqués par les réglementations se basent sur des actifs plutôt que sur des calculs de chiffres d'affaires. Afin d'éviter les difficultés provenant du fait que certaines opérations ont été exclues du calcul basé sur les actifs, il conviendrait de préférer l'emploi des revenus bancaires bruts. Le règlement modifié (397R1310) a adopté le changement proposé.

Le fait que diverses autorités de différents pays puissent être concernées par la procédure de notification et d'enquête est susceptible de donner lieu à des divergences de priorités et à des actions correctives conflictuelles. Il faut surtout savoir si une concentration donnée est susceptible de déboucher sur des pertes d'emplois ou une augmentation de l'emploi. L'adoption d'une priorité d'"intérêt général" se traduit par le rejet des concentrations qui menacent considérablement l'emploi; par contre, une priorité "insensible à l'emploi" est

<sup>75</sup> *Financial Times*, étude: les services bancaires en Europe.

centrée sur le fonctionnement optimal du marché, dans le cadre duquel l'emploi est considéré comme un produit secondaire. Il convient de trouver un compromis entre ces deux priorités.

### 3. Offres publiques d'acquisition

Le Conseil des ministres a adopté le 19 juin une position commune sur la proposition de Directive concernant les offres publiques d'acquisition<sup>76</sup>. Cette directive est une étape importante vers la réalisation d'un marché unique des services financiers pour 2005, un objectif fixé lors du sommet européen de Lisbonne. En réalité, les différences notables entre les lois nationales ne permettent pas d'effectuer des opérations transfrontalières avec un niveau élevé de certitude juridique. Le but de la directive est de garantir une certitude juridique concernant les acquisitions, en particulier dans le cas des concentrations et des activités d'acquisitions transfrontalières, dans le respect du principe de subsidiarité, c'est-à-dire en définissant des orientations minimales pour les actionnaires minoritaires. Elle définit un nombre limité d'exigences générales à mettre en œuvre par les États membres au moyen de dispositions plus détaillées.

Les deux objectifs principaux de la proposition de directive consistent à fournir:

- ◆ des **orientations minimales** pour la conduite des offres publiques d'acquisition, en insistant sur la transparence de la procédure et des exigences de publication;
- ◆ une **protection au moins équivalente des actionnaires minoritaires** dans l'UE pour les sociétés cotées en bourse dans l'éventualité d'un changement de contrôle.

#### *Protection des actionnaires minoritaires*

- ◆ Lorsqu'une société cotée en bourse fait l'objet d'une acquisition ou d'un changement de contrôle, ses actionnaires minoritaires doivent être protégés par les États membres. Tous les États membres doivent garantir cette protection en instaurant la *règle de l'offre obligatoire*<sup>77</sup> et en l'étendant à tous les titres restants de la société visée. Une telle règle empêche l'acquisition de sociétés pour un prix qui ne correspond pas à leur valeur réelle. Plusieurs États membres<sup>78</sup> n'ont pas encore imposé d'obligation de lancer une offre publique pour la totalité des actions restantes ou ont restreint cette obligation à un certain pourcentage. Tous les détenteurs de titres de la société visée qui se trouvent dans des situations identiques doivent bénéficier d'un traitement égal.

<sup>76</sup> *Offre publique d'acquisition: une offre faite aux détenteurs des titres d'une société pour acquérir tout ou partie desdits titres contre paiement en numéraire et/ou par échange d'autres titres. Une offre peut être soit obligatoire, si les États membres en disposent ainsi afin de protéger les actionnaires minoritaires, soit lontaire. Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition.*

<sup>77</sup> L'archétype de la règle de l'offre obligatoire est le "City Code on Takeovers and Mergers" du Royaume-Uni, un code autorégulateur. ... La loi "Corporate Law Economic Reform Program Act" adoptée en 1999 a procédé à une révision des dispositions en matière d'acquisitions du droit des sociétés, les nouvelles dispositions étant entrées en vigueur le 13 mars 2000... Cette loi comprend des dispositions relatives à une règle de l'offre obligatoire, qui autorisent l'acquéreur potentiel à dépasser le seuil obligatoire d'acquisition de 20% du total des droits de vote d'une société avant de devoir lancer une offre publique d'acquisition en bonne et due forme. ... Elle exige de l'acquéreur qu'il propose le même prix d'offre à tous les actionnaires, indépendamment du fait que ceux-ci détiennent une participation majoritaire ou minoritaire. ... D'autres juridictions ont déjà adopté une règle semblable. ... Par exemple, la France, l'Allemagne et l'Irlande ont adopté une loi de l'offre obligatoire, bien qu'avec des seuils différents.

[http://www.aph.gov.au/senate/committee/corp\\_sec\\_ctte/manbid/contents.htm](http://www.aph.gov.au/senate/committee/corp_sec_ctte/manbid/contents.htm).

<sup>78</sup> Par exemple, les Pays-Bas ou l'Allemagne.

- ◆ À partir de la réception de la notification de l'offre, l'organe d'administration de la société visée ne doit pas prendre de mesures défensives pendant la période de soumission de l'offre.
- ◆ Actuellement, les États membres permettent à l'organe d'administration de la société visée de prendre des mesures défensives dans le cas d'une offre agressive sans l'autorisation préalable des actionnaires. Afin d'éviter la prise de mesures ne tenant pas compte des intérêts des actionnaires de la société visée par l'offre, il faut s'assurer que l'organe d'administration de la société agisse dans les intérêts de la société dans son ensemble, en veillant particulièrement à préserver l'emploi.
- ◆ Lorsque la contrepartie offerte par l'offrant ne consiste pas en titres liquides admis à être négociés sur un marché réglementé dans un ou plusieurs États membres, cette contrepartie doit comprendre au moins une partie en numéraire à titre d'alternative. Les actionnaires de la société visée ont ainsi la possibilité de devenir actionnaires de l'offrant ou de renoncer à leur actionnariat. Cette règle les protège contre une diminution éventuelle de valeur des titres offerts. De plus, elle réduit au minimum le risque de manipulation de la valeur des titres offerts en échange <sup>79</sup>.

#### *Autorité de contrôle*

Cette proposition de directive demande aux États membres de désigner une ou plusieurs autorités chargées de contrôler tous les aspects des offres publiques d'acquisition. Ces autorités peuvent être privées ou publiques. La proposition établit une distinction entre le droit de l'État membre dans lequel la société visée est cotée en bourse (*règle du marché*) et le droit de celui dans lequel la société visée a son siège social (*règle du siège social*). Les aspects liés à la procédure et au prix d'une offre publique d'acquisition doivent être gérés selon les règles du marché et contrôlés par les autorités de l'État membre dans lequel la société visée est cotée en bourse. Les aspects liés aux exigences de publicité et d'information doivent être gérés selon les dispositions législatives du pays dans lequel la société visée a son siège social. La coopération entre les autorités d'États membres différents est donc nécessaire.

#### *Information*

L'offrant est tenu d'établir un document contenant les informations nécessaires concernant l'offre et de le communiquer à l'autorité de contrôle. Les États membres ont introduit des dispositions afin d'assurer la reconnaissance mutuelle des documents d'offre.

#### *Publicité*

Les offres publiques d'acquisition doivent être rendues publiques de façon à éviter la création de faux marchés des titres des sociétés concernées par l'offre. Le risque de création de faux marchés existe surtout dans le cas de variations artificielles du cours des titres: par exemple, par la publication d'informations fausses ou exagérées. Cette situation entrave le fonctionnement normal du marché. De plus, les dispositions relatives à la publicité ont été étendues aux actionnaires qui résident dans des États membres autres que celui du siège de la société visée par l'offre ou celui dans lequel ses titres sont cotés en bourse. L'on a accepté d'étendre aux salariés le principe de publicité à destination des actionnaires. La directive a été envoyée au Parlement européen dans le cadre de la procédure de codécision en vue d'une seconde lecture.

---

<sup>79</sup> Directive sur les acquisitions - questions et réponses, Bruxelles, 18/06/2000.

#### **4. Effets**

L'incidence majeure de l'actuelle tendance en matière d'offres publiques d'acquisition est liée à l'accent que l'on place sur la valeur pour les actionnaires. Les entreprises courent de plus en plus le risque d'être pris pour cible par des "prédateurs" fortement évalués, qui sont parfois du pays mais plus souvent de l'étranger. Le renforcement de l'environnement concurrentiel créé par l'union monétaire pourrait obliger les entreprises à adopter des stratégies à haut risque dictées par ce que l'on appelle la "philosophie à court terme axée sur la valeur pour l'actionnaire". La vue anglo-saxonne à court terme induit une augmentation des risques pour les entreprises. Jusqu'à présent, la vision commune de l'Europe continentale rendait les entreprises responsables non seulement devant les actionnaires mais aussi devant les autres intervenants tels que les travailleurs et les fournisseurs. La tendance change: elle passe d'un but social à long terme à un but monétaire à court terme. Le fait que les marchés ne bénéficient plus de la protection des frontières nationales se traduit par une augmentation des risques et une menace potentielle pour l'emploi. La concurrence internationale exerce des pressions pour que les coûts diminuent, et l'emploi est un poste de coûts.

## Retraites: le livre vert

Le maintien d'un niveau élevé de protection sociale a toujours figuré parmi les priorités des États membres. Les prestations de pension sont une variable clé des systèmes de protection sociale. Dans la Communauté, les dépenses effectuées pour les régimes de retraite d'État représentent près de la moitié des dépenses sociales, soit entre 9% et 15% du produit intérieur brut.

Si rien ne change, ces dépenses pourraient finir par atteindre de 15% à 20% du PIB<sup>80</sup>, ce qui mettrait les États membres dans une situation de sous-financement et entraînerait une crise d'endettement. Cette proportion augmente rapidement à cause du vieillissement croissant de la population de l'UE, bien que la gravité de la situation varie d'un État membre à l'autre en fonction de la structure démographique. L'on estime que 40% de la population de l'UE aura au moins 65 ans en 2025. En 1995, cette valeur était inférieure à 23%. Le vieillissement de la population, la persistance du chômage de longue durée, surtout parmi les travailleurs les plus âgés, et les implications budgétaires de la tendance à prendre sa retraite plus tôt soulèvent la question cruciale de la viabilité des régimes de retraite.

Les systèmes de retraite, qui relèvent essentiellement de la compétence de chaque État membre, reposent sur trois piliers:

1. les régimes relevant de la sécurité sociale;
2. les régimes professionnels;
3. les plans de retraite souscrits au niveau individuel.

L'État est le premier fournisseur de prestations de retraite grâce aux régimes du premier pilier, qui sont, dans l'UE, en général obligatoires et financés selon le principe de la répartition (voir annexe 2). Cela signifie que les cotisations actuelles des travailleurs servent à financer les pensions versées aux personnes retraitées<sup>81</sup>. Ce principe induit le risque que les tendances démographiques récentes débouchent sur une augmentation considérable des dépenses publiques.

Les systèmes des deuxième et troisième piliers sont appelés régimes complémentaires parce que leur vocation vise à compléter les régimes publics. Ces régimes gagneront probablement en importance mais ils ne remplaceront pas les régimes du premier pilier.

Les régimes du deuxième pilier sont liés à une occupation professionnelle, donc à l'emploi. Pour cette raison, ils sont appelés "régimes professionnels". Ils sont généralement financés et gérés selon le principe de la capitalisation, ce qui implique que les cotisations des salariés sont gérées comme de l'épargne et investies pour financer les futures prestations de retraite. Ces régimes couvrent fréquemment les risques biométriques tels que les risques de décès, d'invalidité ou de longévité.

Les différentes façons d'organiser ces régimes sont en cours de révision:

- la création d'un fonds de retraite ou la participation à un tel fonds séparément de l'employeur sont envisagés. Le fonds est responsable de la politique de placement des cotisations versées et du paiement des prestations. Les fonds peuvent être ouverts, dans le

<sup>80</sup> De 1990 à 1996, les dépenses liées aux prestations de vieillesse servies dans l'Union (y compris les prestations de survie) ont augmenté, en moyenne et en termes réels, de 3,5% par an. Le nombre de personnes ayant dépassé l'âge de la retraite s'est accru de 1,5% par an, entraînant une hausse de la prestation moyenne par personne de 2% par an, chiffre analogue à la croissance à long terme du PIB par habitant. Pendant cette période, toutefois, par suite de la réduction du taux de croissance du PIB, la pension moyenne a augmenté un peu plus que le PIB par habitant., COM(2000)163.

<sup>81</sup> COM(1999)134 final.

cas où plusieurs entreprises de secteurs industriels différents peuvent y adhérer, ou fermés, si la participation est limitée aux sociétés d'un secteur donné ou à une société unique. La principale différenciation s'effectue entre les régimes "à prestations définies", dans lesquels l'employeur garantit le paiement d'un montant de prestation déterminé à l'avance, et les "régimes à cotisations définies", dans lesquels les prestations varient en fonction du rendement des cotisations placées par le fonds, ces cotisations étant fixes. Les systèmes à prestations définies sont plus courants en Europe et couvrent en général les risques biométriques également.

- L'employeur s'engage à verser des prestations à ses salariés et constitue à cet effet des provisions pour engagements au passif du bilan. C'est ce que l'on appelle le "mécanisme de provisions inscrites au passif du bilan".
- Les contrats d'assurance-vie dans le cadre desquels les cotisations versées à une compagnie d'assurance-vie sont placées puis reversées par la société. Les compagnies d'assurance-vie sont réglementées au niveau communautaire.
- L'achat de titres par l'intermédiaire d'un organisme de placement collectif en valeurs mobilières dans le cadre duquel les cotisations versées servent à acheter des titres, les prestations étant fonction du rendement des titres. Les OPCVM sont réglementés au niveau communautaire.

Le troisième pilier comprend tous les contrats souscrits individuellement avec des prestataires de services. Ces régimes ont acquis une place très importante dans les pays où les régimes d'État n'offrent pas de prestations élevées. Dans certains pays, comme le Royaume-Uni, les États-Unis ou le Canada, les régimes professionnels couvrent environ la moitié de la population active et sont complétés par des régimes de retraite privés.

La cause principale du développement des régimes à capitalisation dans certains pays tels que le Royaume-Uni ou les États-Unis vient du fait que, dans ces pays, les cotisations versées par les employeurs et les salariés aux régimes à capitalisation sont fiscalement déductibles. Dans d'autres pays, par contre, seules les cotisations versées aux régimes d'État sont exonérées d'impôts.

Si une pension suffisante est garantie par le régime de retraite de base de l'État, le besoin de recourir à des pensions complémentaires décroît<sup>82</sup>. L'accent est souvent mis sur la limitation des transferts qui seront nécessaires dans l'avenir, surtout de ceux qui sont à la charge des gouvernements, ou sur l'accroissement des moyens financiers disponibles. Ceci constitue une deuxième meilleure solution. Elle est centrée sur la possibilité de s'appuyer sur des régimes à financement public en augmentant la période de cotisation ouvrant droit à une pension complète, en réduisant le montant de la pension par rapport au salaire antérieur ou en le reliant plus étroitement aux cotisations et en créant des fonds spéciaux pour financer les transferts futurs<sup>83</sup>.

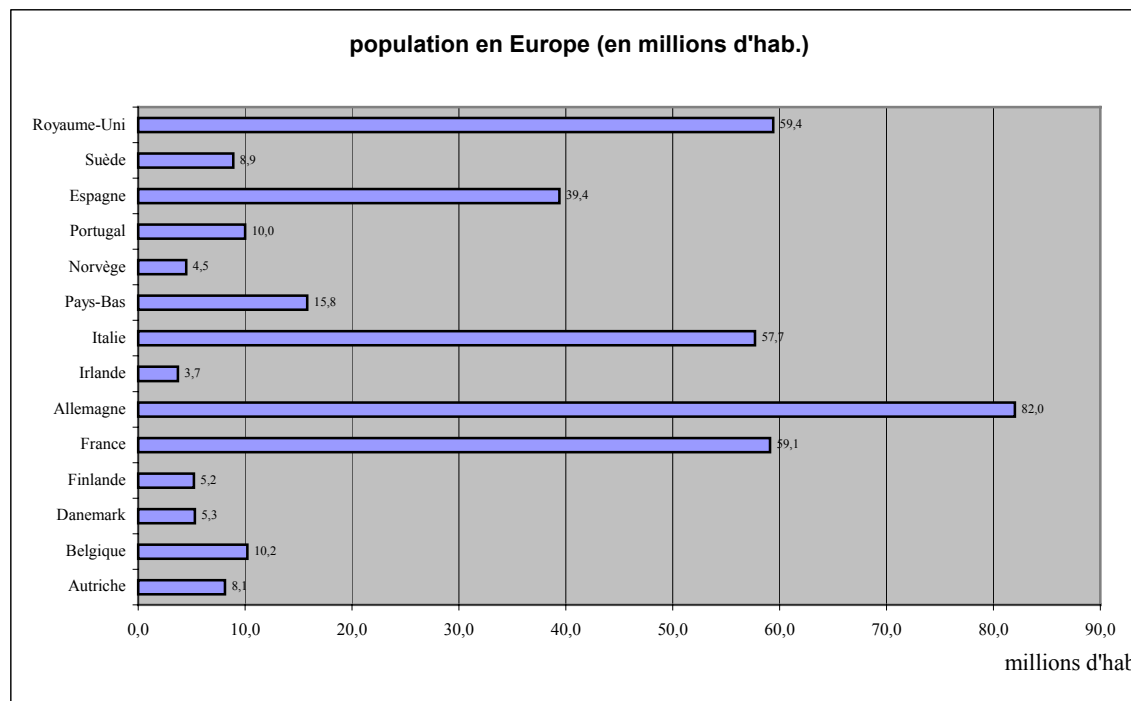
---

<sup>82</sup> En Allemagne, par exemple, les régimes de retraite professionnels ont perdu de l'importance depuis quelques années en raison de leur coût pour les employeurs, de désavantages fiscaux et de la générosité des pensions d'État. Le gouvernement essaie d'encourager les alternatives à financement privé afin de compléter les régimes du premier pilier. Un projet de loi sur les retraites propose d'accorder aux salariés le droit de recevoir des prestations allant jusqu'à 4% de leurs revenus bruts exonérés d'impôts dans des régimes professionnels ou privés. Dans le même but, le gouvernement français est parvenu à faire approuver que les salariés du secteur privé puissent cotiser dans le cadre de régimes d'épargne de sociétés avant déduction fiscale. *Financial Times*, 06/08/2000.

<sup>83</sup> Afin d'accroître les moyens de financement disponibles, l'Espagne a relevé les cotisations des personnes percevant un revenu élevé ou moyen sans augmenter pour autant leurs futurs droits à pension, tandis que l'Italie a relevé le montant des cotisations versées par les travailleurs non salariés temporaires. Le

À mesure que le système évolue dans le sens des régimes de retraite complémentaires, les compagnies d'assurance et les fonds de placement évincent le secteur financier fondé sur les banques. Cette évolution mène progressivement à un processus de désintermédiation de la gestion des pensions.

Graphique 6



*Source: Financial Times*

On a affirmé que les systèmes à répartition étaient moins performants que les systèmes à capitalisation. Les premiers ne sont pas financièrement sains car les cotisations servent uniquement à financer les pensions et donc à soutenir la consommation actuelle. Comme la capacité du système à faire face aux paiements des prestations dépend des revenus gagnés par l'actuelle population active, les cotisations entrant dans le système sont fortement tributaires des évolutions de la structure démographique et des performances de productivité.

Par contre, les prestations de retraite versées par les régimes à capitalisation dépendent entièrement du rendement des placements et de l'accumulation progressive de capitaux. Dans ce cas, une diminution des cotisations demandées est possible. Indépendant des cotisations des travailleurs actuels, ce système n'est pas affecté par les modifications de la structure de la population. Il est essentiellement fonction des rendements financiers des placements.

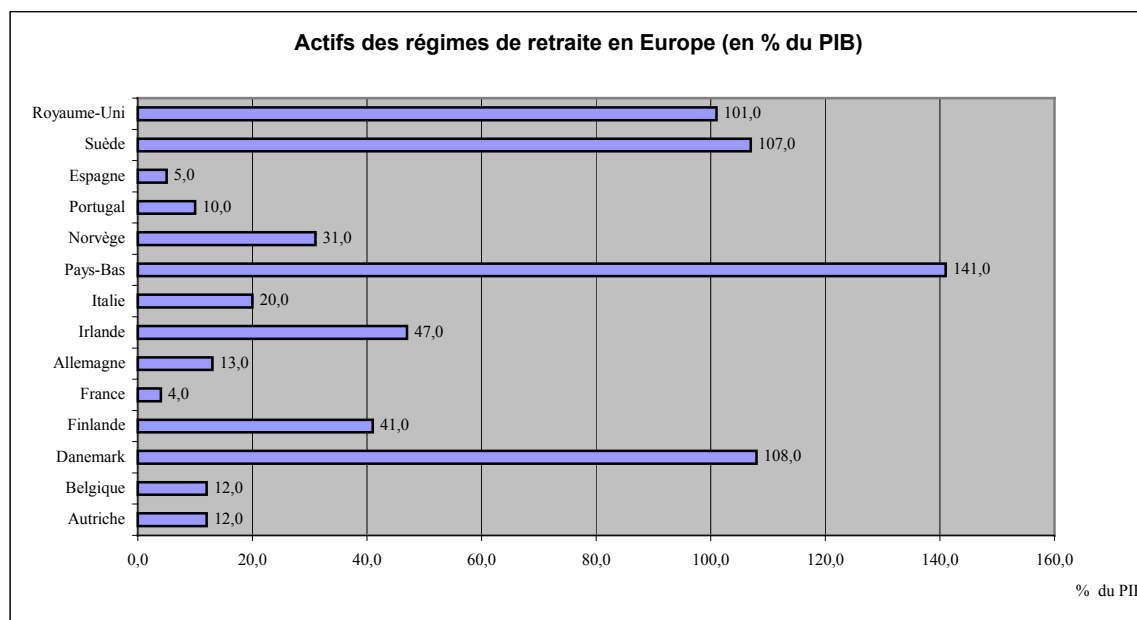
Pour pouvoir passer des régimes à répartition aux régimes à capitalisation, la principale difficulté réside dans la façon de s'adapter au nouveau système sans augmenter excessivement

*Danemark a augmenté les cotisations à partir de 1998 en intégrant une taxe extraordinaire de 1%, prélevée en 1997, dans son système de financement des pensions complémentaires. Aux Pays-Bas, où les taux de cotisation sont plafonnés, le gouvernement a créé un fonds spécial dans lequel il verse chaque année une contribution dont le montant est calculé pour financer l'augmentation maximale des dépenses qui interviendra après 2020. En France, il existe une proposition pour porter de 40 à 42,5 le nombre d'annuités donnant droit à une pension complète et, comme en Espagne, un fonds a été créé afin de consolider le financement des retraites. En Irlande, une réserve destinée à financer les retraites futures (Social Welfare Pension Fund Reserve) a été mise en place en 1998, à l'aide du produit de l'impôt et de la privatisation des télécommunications. Toutefois, la forte croissance économique a permis la réduction du taux des cotisations sociales et une augmentation significative de la pension de base, tant en 1998 qu'en 1999., COM(2000)163.*



les coûts du travail. Pendant la période transitoire, les cotisants seraient mis deux fois à contribution: une fois pour les pensions de nouveaux retraités et une fois pour leur propre pension. Il en résulterait un accroissement des coûts du travail. Pour les systèmes à capitalisation, par contre, la transition d'un système de retraite à l'autre n'aurait pas d'incidence sur le niveau des cotisations et des prestations<sup>84</sup>.

Graphique 7



*Source: Financial Times*

De nombreuses prestations sont liées à une augmentation de l'importance des régimes de retraite à capitalisation en raison de la plus grande souplesse et de la meilleure solvabilité financière de ceux-ci. La capitalisation a pour effet d'accroître l'offre des fonds à long terme sur le marché des capitaux. Cette conséquence est particulièrement intéressante pour les petites et moyennes entreprises car les marchés atteignent un niveau de liquidité plus élevé et peuvent soutenir des politiques de placement à long terme. À long terme, la croissance économique et la création d'emplois sont favorisées, et l'innovation et la diversification financières reçoivent un coup de fouet.

Le rôle positif des régimes complémentaires dans l'apport d'investissements se renforce lorsqu'il n'existe pas de restrictions de portefeuille transfrontalières. Lorsque les régimes à répartition sont capables d'apporter des fonds de placement, c'est-à-dire en cas d'excédent, ceux-ci ne peuvent habituellement être déployés qu'au niveau national.

Une des solutions au problème du vieillissement de la population consisterait à instaurer des *régimes à capitalisation obligatoires*, suivant l'exemple des pays les plus pauvres. Ces pays incitent le développement de sources domestiques d'épargne stable à long terme plutôt que d'être soumis à des rentrées et sorties de capitaux périodiquement instables. La capitalisation fait passer la charge des pensions du secteur public au secteur privé.

La majeure partie des travaux communautaires récents s'est focalisée sur les régimes complémentaires car une partie de ce domaine ne dispose d'aucun cadre juridique adéquat au niveau communautaire.

<sup>84</sup> *A solution to the Social Security Crisis from a MIT Team*, Modigliani et al., document de travail n° 4051, 11/1999.

Ces travaux ont été centrés sur trois principes fondamentaux:

1. La détermination de règles prudentielles applicables aux fonds de retraite. Étant donné que les fonds de retraite relèvent de la législation nationale, l'instauration d'une harmonisation minimale de la surveillance prudentielle s'impose.
2. La suppression des obstacles à la libre circulation des travailleurs.
3. La coordination des systèmes fiscaux des États membres.

### **1. Règles prudentielles**

Les travailleurs demandent une sécurité maximale et un rendement optimal pour leur future pension. L'introduction de la monnaie unique a entraîné l'imposition de certaines exigences de base en matière de régimes de retraite. La disparition du risque de change et l'exigence de congruence monétaire<sup>85</sup> contribuent à renforcer le niveau de sécurité des portefeuilles de placement pour les stratégies d'investissement centrées sur la zone euro.

Les exigences prudentielles de base applicables à la gestion des fonds de retraite sont les suivantes:

- Séparation entre les actifs du fonds de retraite et ceux de l'entreprise qui est à l'origine (le promoteur) du fonds<sup>86</sup>.
- Définition des compétences de l'autorité de contrôle et de son domaine d'intervention. Le contrôle du fonds et des déposants doivent être séparés et éventuellement donner lieu à des rapports présentés à différentes autorités.
- Autorisation du fonds par une autorité compétente (agrément) et établissement d'un mécanisme de sanction.
- Critères stricts pour l'octroi de l'autorisation à l'équipe de gestion du fonds de retraite.
- Déclarations périodiques transparentes et mécanisme de publicité à destination des membres du fonds. Cela implique l'introduction de la "déclaration des principes d'investissement" (DPI), un document concis élaboré par le conseil d'administration pour présenter sa perception et son niveau de tolérance des risques, la politique de gestion des risques, les principes prudentiels, la stratégie de rendement du fonds et la politique d'affectation des actifs<sup>87</sup>.
- Mécanismes de gestion du contrôle des risques et obligations de diversification.

Dans le but d'assurer un niveau adéquat de protection du fonds, une estimation de la durée et du coût des engagements doit être réalisée. Les fonds de retraite doivent toujours garantir qu'ils disposent de suffisamment d'actifs liquides, libellés dans la même devise que les engagements, afin de pouvoir verser les prestations qui arrivent à échéance.

Les actifs doivent être correctement sélectionnés afin de compenser les engagements. Compte tenu de la nature des engagements de retraite, la différenciation entre les régimes à prestations définies et les régimes à cotisations définies est importante. Dans le premier cas, la prestation

---

<sup>85</sup> Il s'agit de l'exigence selon laquelle une proportion élevée des actifs d'un fonds de retraite doit être libellée dans la même devise que les engagements de ce fonds. À l'origine, cette exigence constituait l'un des grands obstacles à la proposition de directive émise par la Commission. Les exigences de congruence monétaire peuvent encore être appliquées aux devises non convertibles en raison de leur profil de risque différent et de leur niveau plus faible de liquidité comparativement aux devises convertibles.

<sup>86</sup> Il s'agit de l'entreprise qui utilise les services d'un fonds pour offrir des prestations de retraite à ses salariés.

<sup>87</sup> Les fiduciaires des fonds de retraite britanniques sont déjà tenus de faire état dans la DPI de leur "politique d'investissement socialement responsable", ce qui implique qu'ils doivent répondre de leur position éthique et des performances de leur fonds.

est calculée au moyen d'une formule qui lie en général la pension annuelle aux années de cotisation du salarié. Ces régimes peuvent être:

- sous-financés, lorsque le fonds vaut moins que la valeur actuelle des prestations promises;
- sur-financés, lorsque le fonds vaut plus que la valeur actuelle des prestations promises;
- financés, lorsque le fonds équivaut à la valeur actuelle des prestations promises;
- non financés.

C'est l'employeur qui prend le risque de placement.

Dans les régimes à cotisations définies, les prestations sont calculées sur la base des cotisations versées par les salariés et du rendement des placements obtenus grâce aux cotisations. C'est le bénéficiaire qui prend le risque de placement. Cela crée des difficultés, surtout pour les participants les plus pauvres qui ne sont pas susceptibles d'absorber ce risque. Pour cette raison, on préfère en général les régimes à prestations définies.

Les différences de structure des portefeuilles d'actifs concernant la concentration relative en actions par rapport à la concentration en obligations sont importantes. Il est considéré comme plus prudent d'investir une partie des actifs en actions parce que, en raison de leur taux de volatilité à long terme plus faible que les actifs à revenu fixe, ils sont mieux en mesure de correspondre à l'aspect long terme des engagements de retraite. Cela est dû au fait que la tendance à la croissance constante de l'économie réelle et de la productivité à long terme se reflète dans la cotation des sociétés sur les places boursières. Les actifs à revenu fixe, en particulier les obligations d'État, offrent des performances plus stables à court terme mais sont soumis aux tendances de l'inflation à long terme. Cela s'explique par le fait que les rendements réels des obligations sont fortement influencés par les poussées d'inflation non prévues. Par conséquent, les pays qui présentent des taux d'inflation élevés devraient investir massivement en actions afin d'obtenir de hauts rendements. *Les actions sont considérées comme un outil efficace pour gérer le risque d'inflation des futurs paiements de prestations.*

Lorsque l'on compare les performances des actions et des titres à revenu fixe, d'autres considérations, outre le niveau de volatilité, doivent être prises en compte: par exemple, les différents taux d'inflation des États membres et la durée des périodes considérées. Une période de dix ans est souvent jugée trop courte pour pouvoir comparer les performances relatives; une période de trente ans serait plus appropriée.

La plupart des États membres appliquent de plus en plus des politiques d'investissement passives<sup>88</sup> et une philosophie basée sur les actions leur manque. En conséquence de quoi, dans ces pays, les marchés des actions ne sont pas assez développés et la formation de capital laisse à désirer. C'est l'un des soucis majeurs liés au développement et à la disponibilité du capital-risque sur les marchés européens. Seuls quelques pays, comme le Royaume-Uni, les Pays-Bas et l'Irlande, ont développé des marchés des actions dotés d'une forte capitalisation de marché.

De plus, la croissance de la capitalisation de marché sur le marché des actions est due en partie à une augmentation des cours des actions des sociétés tandis que, sur les marchés à revenu fixe, elle résulte de l'augmentation de l'émission de dettes. Une telle situation produit des effets négatifs du point de vue de l'investisseur car les nouvelles émissions ne reflètent pas nécessairement une augmentation de la demande d'obligations d'État de la part des investisseurs, mais plutôt un accroissement du besoin de trésorerie. L'excès d'émissions de dettes exerce des pressions sur la réputation de solvabilité du pays et augmente les risques de défaillance.

---

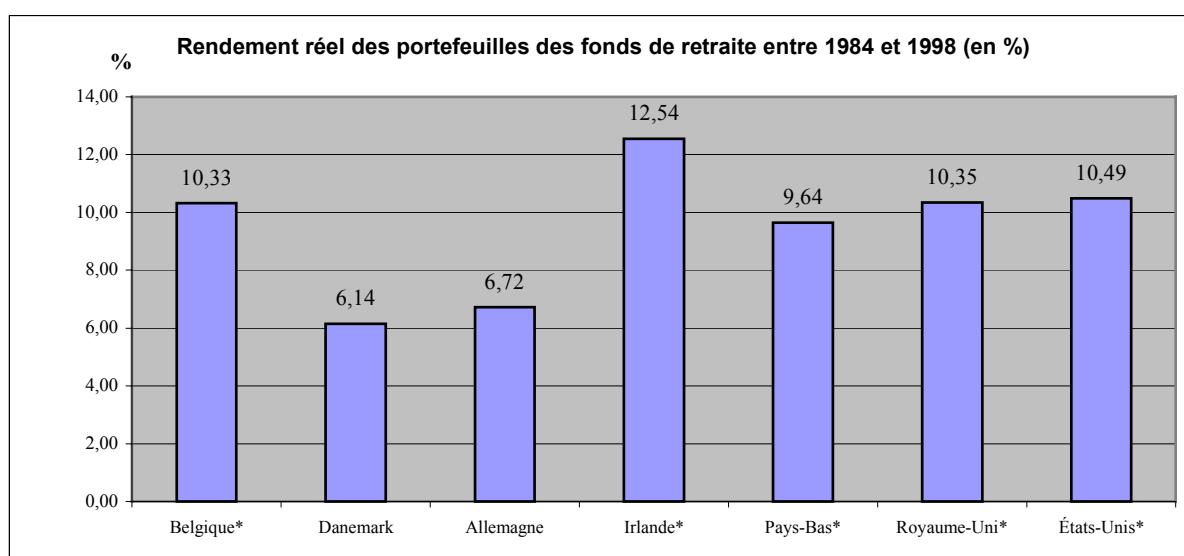
<sup>88</sup> Par exemple, en suivant les indices boursiers.

Dans les pays où les régimes de retraite opèrent avec relativement plus de réussite, les limites quantitatives imposées aux stratégies d'investissement sont réduites, voire inexistantes. Le graphique 8 montre que ces pays sont avantagés par de meilleurs rendements, généralement obtenus grâce à des stratégies d'investissement non restrictives, comparativement aux pays dans lesquels les placements sont liés en particulier aux performances des obligations d'État.

Le fait de permettre aux fonds de retraite d'investir de façon cohérente à une échelle continentale et en actions se traduit par une croissance de leurs performances relatives. Les placements transfrontaliers augmenteront l'offre potentielle de capital dont peuvent profiter les entreprises européennes, et représenteront une source de capital-risque et de création d'emplois. Ils permettent une plus grande diversification des portefeuilles d'investissement. La diversification est l'un des moyens les plus efficaces de maintenir un niveau équilibré de risques et améliore les performances des portefeuilles.

Les règles quantitatives d'affectation des actifs des fonds de retraite, appliquées différemment selon l'État membre, empêchent les fonds d'évoluer vers une stratégie d'investissement marquée par une grande diversification et des rendements potentiels élevés, et diminuent les possibilités d'opérer à l'échelle communautaire. L'on a démontré en particulier que les limites imposées à la proportion d'actions pouvant faire l'objet des placements des fonds étaient susceptibles de diminuer le rendement des placements sans pour autant améliorer leur niveau de sécurité.

**Graphique 8**



Source: Commission européenne, 1999

Les restrictions quantitatives ont une incidence relativement faible sur les stratégies d'investissement puisque les limites de placements en actions ne sont généralement pas atteintes dans les pays concernés. Le plafond réglementaire est plus élevé concernant le pourcentage d'investissement atteint pour ce type d'actifs. Toutefois, même si l'on tient compte du fait que de nombreux autres facteurs, tels que les caractéristiques et les possibilités de développement de différents marchés financiers et la nature des engagements, influencent les stratégies d'investissement, les limites quantitatives contribuent à maintenir un comportement d'aversion pour les risques. Cette situation est particulièrement néfaste en Europe, où ce type de comportement est déjà très répandu.

## 2. Risques

Pour les régimes de retraite, la notion de risque au sens large signifie l'incapacité à faire face à ses obligations, à savoir le risque de défaillance. Mais il faut également tenir compte d'autres types de risques, par exemple le risque de placement et le risque de gestion. Le risque majeur est, du point de vue de la sécurité, le risque d'endettement: il provient de la présence de provisions inadéquates dans le fonds, d'événements extérieurs imprévus, d'une mauvaise estimation de variables macroéconomiques telles que les taux d'inflation, ou de changements dans les hypothèses, par exemple au niveau du taux de mortalité. Ce risque est maîtrisé de manière optimale grâce au recours à des techniques de GAP<sup>89</sup> et à des évaluations actuarielles régulières.

Dans le cas de fonds garantis, les gestionnaires du fonds peuvent subir le risque d'aléa moral. Sachant que les droits aux prestations seront honorés, ils sont susceptibles d'adopter des stratégies d'investissement risquées. Pour remédier à cela, l'on peut notamment limiter la couverture de garantie aux situations frauduleuses ou illégales. Dans le cas des compagnies d'assurance, les difficultés proviennent du fait que les futurs retraités ne sont pas les seuls créanciers mais figurent sur une liste de créanciers dont la priorité des droits varie en fonction de la législation nationale.

Certains pays exigent des fonds de retraite qu'ils aient une marge de solvabilité. Une telle marge ne devrait pas être requise tant que les fonds ne garantissent pas un certain rendement fixe ou ne couvrent pas les risques biométriques. Cette marge empêche l'augmentation de la charge imposée aux fonds de retraite lorsqu'elle n'est pas requise par une augmentation correspondante du niveau de risque actuel ou potentiel.

La gestion des risques dépend de la qualité des techniques de gestion et est donc liée au comportement humain, notamment l'exposition excessive aux risques ou les comportements frauduleux. Elle peut être maîtrisée par la séparation entre la fonction de contrôle et la fonction de gestion, par les exigences de publicité, les audits internes et externes, et l'imposition de sanctions.

Le risque de placement concerne, d'une part, l'incertitude due au comportement du marché et, d'autre part, les stratégies d'investissement. Difficile à mesurer, ce risque se maîtrise au moyen de mesures prospectives. Le risque de crédit et le risque de change sont compris dans cette catégorie de risques et peuvent être compensés par l'emploi de contrats d'instruments dérivés<sup>90</sup>.

Le principe selon lequel les limites qualitatives correspondent mieux aux stratégies d'investissement des fonds de retraite que les règles qualitatives est fondé sur l'exigence de compensation. Les fonds de retraite doivent être différenciés en raison de leur degré de maturation. Les fonds arrivés à maturité sont caractérisés par des engagements à terme relativement court et une forte aversion pour les risques, tandis que les fonds non matures sont caractérisés par une perspective à long terme et des rentrées de fonds nettes<sup>91</sup>. La part d'actifs liquides et de fonds doit donc être plus importante dans le portefeuille d'un fonds arrivé à maturité. Cela montre que toute restriction quantitative prédéterminée ne peut convenir qu'à certains fonds de retraite et qu'une approche qualitative est généralement applicable.

---

<sup>89</sup> Techniques de gestion actif-passif.

<sup>90</sup> "Étude sur la réglementation prudentielle relative aux fonds de retraite professionnels", Commission européenne, 19/11/1999.

<sup>91</sup> La rentrée de cotisations dépasse la sortie de prestations de retraite.

Les limites quantitatives augmentent souvent les risques propres au pays et aux actifs. Elles réduisent de plus la souplesse du système, utile en cas de modifications rapides de l'environnement. Les restrictions d'investissement sont plus appropriées comme systèmes de sauvegarde, réduisant alors le risque de concentration excessive en certaines catégories d'actifs, et comme exigences de diversification concernant le type d'actifs dans lequel le fonds peut investir.

Le principe de la "personne prudente" consiste en des règles générales applicables aux personnes responsables de la conduite du fonds de retraite, par exemple les fidéicommissaires, gestionnaires d'actifs et agents fiduciaires, et il n'est pas lié directement aux performances du fonds. Le but de ces restrictions quantitatives est d'empêcher les gestionnaires du fonds de prendre des décisions de placement imprudentes, susceptibles de menacer les rendements futurs. Le fonds n'est pas tenu d'assumer des risques superflus.

Ce principe a fait beaucoup d'adeptes car il permet d'obtenir une meilleure compensation des actifs en tenant compte de leur nature et de la durée des engagements. Les engagements s'étendent habituellement sur plusieurs décennies. Une politique d'investissement qui permet de gérer des actifs variés ayant différents niveaux de liquidité est susceptible d'obtenir de meilleurs résultats.

Il existe une approche plus large, déjà en usage dans certains États membres: les techniques de gestion actif-passif (GAP), dont le principe de la personne prudente peut être considéré comme une composante. Cette approche met en évidence le consensus selon lequel les rendements financiers doivent être compensés par des méthodes d'évaluation des risques comparant les actifs aux engagements. Elle est centrée sur le fait que la limitation des possibilités d'investissement par des règles quantitatives et l'établissement d'une gamme de catégories d'actifs dans lesquels les fonds sont autorisés à investir, ne représente qu'une deuxième meilleure solution. Il vaut mieux employer des techniques de diversification pour arriver à l'hypothèse et à l'exposition des risques superflus. La diversification de portefeuille s'obtient en regroupant les actifs dont les retours sur investissement présentent une corrélation imparfaite. Les techniques mathématiques GAP sont surtout employées par les grands établissements en raison de leur coût de mise en œuvre, les établissements de taille moyenne appliquant quant à eux des stratégies de planification de la liquidité.

Le concept de gestion de type "personne prudente" n'est peut-être pas interprété de façon uniforme par tous les opérateurs des différents États membres. Les techniques GAP dépendent des hypothèses émises et doivent être employées à titre de modèle de test de scénarios. L'allocation stratégique des actifs ne dépend pas que de la structure des engagements mais aussi des changements d'environnement et du niveau d'aversion pour les risques. Les instruments dérivés ne sont pas très courants pour la gestion des fonds, mais l'on a suggéré d'évaluer les options et les warrants à la valeur du marché et les instruments à terme en fonction de leur valeur sous-jacente<sup>92</sup>. Pour arriver à un usage répandu de ces techniques, il faut généraliser et reconnaître à grande échelle leur méthodologie d'application et leurs principes de formulation d'hypothèses.

Les pays qui appliquent le principe de la personne prudente et/ou les techniques GAP ont besoin d'un cadre de surveillance strict. Celui-ci peut se composer de mécanismes de contrôle interne et externe mis en œuvre par l'autorité de contrôle compétente (contrôle externe), le contrôleur légal des comptes (contrôle externe) et l'actuaire du régime ou le gestionnaire du fonds (contrôle interne).

---

<sup>92</sup> "Étude sur la réglementation prudentielle relative aux fonds de retraite professionnels", Commission européenne, 19/11/1999.

L'audit interne a pour but de vérifier que les actifs reflètent la nature et la durée des engagements. Il est réalisé par la mesure du risque de placement<sup>93</sup> et la séparation formelle entre le contrôle des fonctions de marché et de post-marché. Pour sa part, le contrôleur légal des comptes doit s'assurer que le système de contrôle interne a été efficacement mis en œuvre et qu'il fournit une couverture correcte des engagements existants. De plus, chaque fonds de retraite fait en général rapport à l'autorité de contrôle nationale compétente à propos de la structure de ses engagements et de sa politique d'investissement, et lui soumet ses comptes annuels. Les procédures de diversification des risques et le mécanisme de contrôle interne sont également vérifiés.

Outre le fait que les gestionnaires des fonds de retraite sont autorisés à choisir n'importe quel fournisseur de services de gestion<sup>94</sup> de l'UE sans restrictions, une autre règle prudentielle fournit une méthode de calcul appropriée pour les réserves techniques dont les fonds ont besoin. En particulier, l'imposition d'un niveau minimal de finances et une évaluation des actifs couvrant les réserves techniques sont essentielles pour couvrir l'éventualité d'une perte de valeur.

Les régimes des deuxième et troisième pilier sont à l'origine des différences suivantes:

- La durée des engagements, qui sont en général plus courts dans le cas du troisième pilier.
- La connaissance des acheteurs des divers produits: dans le cas du deuxième pilier, les acheteurs reçoivent l'accès aux évaluations actuarielles des risques associés au produit acheté tandis que, dans le cas du troisième pilier, les acheteurs ne bénéficient généralement pas de ce service.

Compte tenu de ce qui précède, l'on peut donner la préférence à une approche centrée sur le produit ou sur l'opération de retraite plutôt qu'à une approche axée sur le type d'opérateur. Pour le même engagement, les opérations de retraite devraient être soumises à une législation prudentielle équivalente concernant les actifs et les engagements.

Il faudrait en outre établir une distinction entre les dispositions relatives aux pensions et celles qui concernent les retraites. Cela implique une différenciation entre les fonds couvrant les risques biométriques et les fonds de pension, qui ne couvrent pas ces risques. Il faudrait donc émettre deux propositions de directive.

### **3. Cadre de surveillance**

L'importance croissante accordée aux régimes de retraite de deuxième pilier et l'introduction de plans hybrides<sup>95</sup>, augmentent le risque que les autorités de contrôle, qui travaillent sur une base nationale, ne puissent pas faire preuve de la souplesse requise pour s'adapter à ces changements structurels. La coopération entre autorités nationales a déjà été entreprise, notamment par le biais de l'Association internationale des inspecteurs d'assurance.

Un cadre de surveillance adéquat peut difficilement être fondé sur les informations fournies par les fonds de retraite eux-mêmes; il est préférable de le baser sur des réglementations et des dispositions de surveillance prédéfinies. Le système le plus fréquemment envisagé est fondé sur une réglementation allégée qui permet au fonds de définir lui-même les paramètres opérationnels mais s'inscrit dans un cadre de surveillance détaillé.

---

<sup>93</sup> Le risque technique lié aux engagements de retraite et aux calculs actuariels devrait être séparé du risque financier lié aux actifs couvrant les engagements.

<sup>94</sup> Par exemple un agent ou un gestionnaire d'actifs.

<sup>95</sup> Par une combinaison de régimes à prestations définies (PD) et à cotisations définies (CD).

Ce système doit être soutenu par un niveau élevé de publication des documents du fonds à l'intention des cotisants et, surtout, des autorités. Même s'il est onéreux, un tel système confère une grande liberté à l'organe de gestion du fonds.

Les obligations de publication peuvent être différenciées en fonction de la catégorie du fonds. Elles devraient être plus strictes pour les régimes à cotisations définies dont ce sont les membres qui assument les risques. Le niveau de publication minimal comprendra la soumission des documents suivants:

- le rapport annuel;
- des évaluations actuarielles effectuées régulièrement;
- des études GAP et des informations sur les performances en matière de gestion des actifs, notamment les évaluations de portefeuille et les techniques de surveillance des risques employées;
- la déclaration des principes d'investissement (DPI).

Ces obligations devraient faire l'objet d'une harmonisation. L'on pourrait commencer par introduire un cadre d'agrément normalisé et simplifié.

En cas de difficultés, l'autorité de contrôle devrait demander au fonds d'élaborer et de lui soumettre un plan de redressement, ou imposer le transfert d'un certain pourcentage du total des actifs à un autre fournisseur de services valable. Sous la supervision de cette autorité, le fonds est tenu de publier un rapport annuel sur ses activités afin d'améliorer la transparence et la comparabilité de ses diverses performances. Cette contrainte favorisera la concurrence entre les institutions ainsi que leur efficacité. En réalité, les institutions qui opèrent sur le marché des retraites complémentaires ne sont pas que des fonds de retraite et des compagnies d'assurance-vie, mais également des banques, des fonds mutuels et des sociétés d'investissement.

#### **4. Libre circulation des travailleurs**

La Commission a déjà pris une série de mesures dans le domaine des régimes de retraite. Les deux mesures les plus récentes sont le plan d'action intitulé "Service financiers: mise en œuvre du cadre d'action pour les services financiers" et la communication intitulée "Vers un marché unique pour les retraites complémentaires", publié en mai 1999. Elle a en outre annoncé l'émission d'une proposition de directive.

La Commission a publié le 10 juin 1997 le Livre vert sur les retraites complémentaires dans le marché unique<sup>96</sup>. Après un passage en revue des tendances économiques et démographiques et des difficultés qui affectent les régimes de retraite des États membres, elle y montre comment les régimes de retraite complémentaires peuvent être améliorés par le biais de la législation communautaire.

En dehors du sujet de débat principal, à savoir la façon d'améliorer les rendements des placements des fonds de retraite sans compromettre le niveau de sécurité des fonds, les principaux domaines appelant une action sont les suivants.

##### **4.1. La transférabilité des droits à pension**

L'Union européenne dispose déjà de règles qui s'appliquent aux travailleurs migrants et permettent la coordination des régimes de retraite relevant du système de sécurité sociale (pilier 1). De tels arrangements n'existent pas pour les régimes de retraite complémentaires.

---

<sup>96</sup> COM(1997)238.



En l'absence de conventions bilatérales, les transferts des droits acquis d'un État membre à l'autre sont fiscalement imposables. Pour qu'un travailleur migrant puisse rester affilié au régime de son pays d'origine, il faut qu'il existe une convention entre son employeur précédent et son employeur actuel.

La diversité des méthodes de calcul actuariel des valeurs à transférer et les traitements fiscaux différents compliquent énormément le transfert des droits afférents aux régimes de retraite complémentaires. L'élément primordial en la matière est la catégorie du fonds. La nature des régimes à capitalisation permet en théorie le transfert de fonds de retraite, alors que les régimes à provisions inscrites au passif du bilan et à répartition n'offrent pas cette possibilité car les cotisations ne sont pas mises en réserve.

Il serait utile de disposer d'un dénominateur commun pour le calcul du montant des transferts de capitaux et la conversion en pensions futures<sup>97</sup>. Bien que les évaluations actuarielles pourraient être harmonisées au niveau communautaire, toutes les hypothèses actuarielles (le taux de mortalité, le taux d'intérêt, le taux d'inflation, le taux de rendement, le taux de croissance des gains, etc.), ne peuvent pas être facilement simplifiées et harmonisées. La question la plus controversée concerne les tables de mortalité, qui présentent encore des différences considérables entre les pays. Pour ces tables de mortalité, il est possible que l'on finisse par établir des principes d'harmonisation spécifiques des fonds.

Au niveau de la Communauté, il faut développer des règles communes de traitement fiscal des fonds de retraite sur la base des principes suivants:

- le capital de la pension doit être transféré directement auprès de l'administration du nouveau régime de retraite dans le pays d'accueil;
- la dérogation du transfert doit être accordée;
- les versements futurs des prestations de pension doivent être soumis au traitement fiscal du pays d'accueil;
- les informations doivent circuler entre les États membres.

Une solution possible au problème de la transférabilité des droits à pension consisterait à donner aux cotisants des parts de fonds de retraite pour leurs paiements périodiques. Les travailleurs migrants souhaitant passer d'un fonds à un autre n'auraient qu'à vendre les parts de l'ancien fonds pour acheter des parts du nouveau fonds<sup>98</sup>. La valeur des parts serait calculée sur la valeur de marché. Il serait plus facile de régler la vente et l'achat de parts que d'harmoniser la transférabilité des droits. Cette solution renforcerait également la concurrence transfrontalière entre fonds de retraite.

#### *4.2. Conditions applicables à l'acquisition de droits à pension complémentaire*

La longueur des délais d'acquisition définitive<sup>99</sup> des régimes de retraite complémentaires réduit la capacité des travailleurs à réagir aux évolutions du marché du travail.

Comme les régimes de retraite complémentaires fonctionnent habituellement sur une base contractuelle, il appartient aux partenaires sociaux de négocier une réduction du délai d'acquisition définitive. Néanmoins, il conviendrait de définir au niveau communautaire un principe souple concernant la durée maximale des délais d'acquisition définitive.

---

<sup>97</sup> COM(1999)134 final.

<sup>98</sup> The future of Supplementary pension in Europe", FEFSI, Discussion Paper PI-2002, janvier 2000.

<sup>99</sup> Période au cours de laquelle le salarié doit remplir les conditions de base fixées par le régime de retraite complémentaire afin d'obtenir le droit intégral aux prestations.

### 4.3. Affiliations transfrontalières

La directive 98/49/CE du 29 juin 1998 permet aux salariés détachés dans un autre État membre par leur employeur de rester affiliés au régime de retraite complémentaire de l'État membre où ils travaillaient avant leur détachement. Cette faculté n'est pas accordée aux autres travailleurs se déplaçant pour une brève période à l'intérieur de l'Union<sup>100</sup>.

L'affiliation transfrontalière doit prendre en compte deux principes:

- la préservation des droits acquis pour les travailleurs migrants;
- la faculté pour les salariés détachés dans un autre État membre par leur employeur de continuer à cotiser au régime de retraite complémentaire auquel ils sont affiliés dans leur pays d'origine.

L'affiliation transfrontalière permet aux travailleurs migrants d'éviter de changer de régime et de perdre des droits à pension. En pratique, la réalisation de cet objectif nécessite l'harmonisation du cadre prudentiel et la reconnaissance mutuelle de différentes dispositions fiscales entre les États membres.

Dans la majorité des États membres, le traitement fiscal des régimes de retraite complémentaires conclus avec des institutions non résidentes est moins favorable que celui réservé aux régimes conclus avec des institutions résidentes. En général, la déductibilité fiscale n'est permise que pour les cotisations versées à des régimes du pays concerné. Pour pouvoir bénéficier des politiques d'allègements fiscaux, un non-résident doit acheter les produits proposés par les fournisseurs nationaux. Il n'existe pas de reconnaissance mutuelle. Il en résulte une discrimination à l'encontre des fonds étrangers. Le traitement fiscal a toujours été l'un des moteurs de l'équilibre épargne-placement. C'est un aspect qui mérite une attention soutenue.

Des difficultés apparaissent en raison du fait que certains États membres appliquent une politique de taxation différée et d'autres une politique de taxation anticipée. La politique de taxation différée, par exemple le système **EET**<sup>101</sup>, dans lequel les cotisations sont **exonérées**, la croissance de la police **exonérée** et les prestations **taxées**, est plus attractive pour les employeurs et les salariés. Dans les régimes à taxation anticipée, comme le système **TEE**, les cotisations sont **taxées**, la croissance de la police **exonérée** et les prestations **exonérées**.

Il peut en résulter une situation dans laquelle un travailleur migrant se trouve dans l'impossibilité de conserver un contrat conclu dans son pays de résidence, et ce pour deux raisons. Soit l'État d'accueil ne l'autorise pas à déduire les primes, soit il impose les cotisations versées par l'employeur, cotisations qui n'auraient pas été imposées dans le pays d'origine du travailleur.

Il serait donc utile d'harmoniser ce système. On a dit que le système EET était plus approprié parce qu'il n'impose pas les cotisations mais les prestations au moment du paiement de la pension. Si le bénéficiaire n'atteint pas l'âge de la retraite, il n'aura pas été imposé sur des cotisations dont il n'aura pas perçu les prestations. Le deuxième argument veut que les systèmes EET préservent la base imposable. D'autres systèmes pourraient essayer de réduire la base imposable au cours des périodes de déséquilibre démographique en imposant les cotisations.

On comprend souvent mal comment le report de l'impôt peut bénéficier à la fois aux cotisants et aux pouvoirs publics. L'expérience nous montre que des rendements excellents obtenus

<sup>100</sup> COM(1999)134 final.

<sup>101</sup> Ce modèle est en usage dans la plupart des pays de l'OCDE, y compris le Japon et les États-Unis.

grâce aux politiques de placement des revenus et grâce aux plus-values peuvent générer entre 70% et 90% du capital permettant le paiement des annuités, dont une partie mineure est financée par les cotisations. Déjà, plusieurs pays présentent un cash-flow fiscal régulièrement positif, qui peut être augmenté par le processus de capitalisation. Des pays comme les États-Unis, le Royaume-Uni, l'Irlande et les Pays-Bas ressentent déjà les effets bénéfiques d'un cash-flow positif.

L'imposition des revenus générés par les fonds est discriminatoire parce qu'il est souvent plus difficile pour les institutions établies dans un autre État membre de récupérer le précompte mobilier sur les dividendes<sup>102</sup>. De plus, l'imposition des plus-values imposées aux institutions non résidentes lorsqu'elles investissent dans des actifs nationaux fausse la stratégie en matière de répartition des actifs.

## 5. Effets

*Les barrières fiscales discriminatoires faussent la concurrence et limitent la mobilité des travailleurs.* Dans ces conditions, les régimes de retraite complémentaires ne peuvent pas bénéficier d'économies d'échelle. Ils sont obligés de créer des produits nationaux spécifiques et d'élaborer des politiques d'investissement particulières pour des marchés précis. Les produits nationaux spécifiques ont des caractéristiques uniques, nécessaires pour pouvoir bénéficier d'avantages fiscaux. Les effets directs de cette situation sont notamment une forte fragmentation des produits de retraite basés sur des caractéristiques nationales, ce qui augmente les coûts des opérations et renforce la nécessité d'établir fréquemment des infrastructures spécifiques aux pays afin de gérer les produits, cette nécessité entraînant aussi une augmentation des coûts. Le fait que les travailleurs migrants ne représentent qu'un faible pourcentage du total de la population active ne justifie pas le traitement fiscal discriminatoire réservé aux institutions résidentes<sup>103</sup>.

Un règlement de la Communauté devrait veiller à ce que les travailleurs migrants ne soient pas soumis à la double imposition. Cela n'est possible que si les pays conviennent d'un régime financier commun. La perte de revenus est l'une des principales difficultés liées à la possible déductibilité des cotisations de pension. Néanmoins, de substantiels revenus compensatoires provenant de l'imposition des versements de pensions apparaîtront après quelques années. Cette solution entraîne donc un changement de la programmation des revenus, et non une perte de revenus. De plus, la réforme des pensions améliorera la compétitivité de l'UE car elle entraînera une plus grande liquidité des fonds de pension, élément propice au développement d'un marché du capital-risque.

La conclusion de conventions bilatérales entre les États membres<sup>104</sup> ne diminue pas la nécessité d'une harmonisation et ne constitue donc pas une solution viable. Les conventions bilatérales présentent l'inconvénient de ne constituer une solution que pour les relations entre deux États membres. Elles entraînent une accumulation de textes et, éventuellement, des traitements différents de situations identiques. Il est de plus difficile, après la mise en œuvre de telles conventions, d'adopter ultérieurement une approche multilatérale.

---

<sup>102</sup> COM(97)283.

<sup>103</sup> Il faudrait créer de nouveaux produits auxquels serait octroyé un traitement fiscal uniforme dans tous les États membres, analogues aux fonds des États-Unis "IRA" et "401K". Ces régimes fonctionnent sur le principe des cotisations définies.

<sup>104</sup> D'aucuns sont d'avis que les conventions fiscales bilatérales ne sont pas le moyen idéal de résoudre les problèmes car elles traitent de la répartition du pouvoir fiscal et non du traitement des avantages fiscaux.

Parallèlement à la création d'une approche de niveau communautaire, la reconnaissance mutuelle des fonds de pension doit être encouragée à court terme. Ceci implique l'octroi non discriminatoire d'avantages fiscaux dans le pays d'accueil tant pour les cotisations des travailleurs que des employeurs versées aux régimes de pension des pays d'origine<sup>105</sup>. De plus, il faut éviter d'imposer les cotisations patronales versées aux régimes de pension des pays d'origine comme s'il s'agissait de revenus de travailleurs<sup>106</sup>.

Source de capitaux à moyen terme, les fonds de pension peuvent améliorer le flux de capitaux au bénéfice du secteur privé, pour autant qu'il existe un cadre de surveillance adéquat assurant la protection des bénéficiaires. La croissance des fonds de pension et le développement de leurs stratégies d'investissement stimulent la création d'emplois tout en réduisant les coûts non salariaux du travail.

De grandes entreprises ont déjà demandé l'autorisation de gérer des régimes de retraite transfrontaliers pour tous leurs travailleurs occupés dans différents États membres.

### *5.1. Vente abusive de produits de retraite*

L'augmentation de l'offre en matière de retraite par le biais de régimes à capitalisation privés ne va cependant pas toujours sans problèmes. Le secteur britannique des retraites nous donne un exemple de retombées financières étalées sur deux décennies découlant de la vente abusive de produits de retraite privés.

À l'origine de cette situation réside la préoccupation du gouvernement de l'époque concernant les régimes professionnels qu'il considérait comme une entrave à la mobilité des travailleurs. Dans bon nombre de cas, les salariés qui changeaient de travail voyaient diminuer, voire se bloquer, leurs droits à pension découlant d'un ancien régime professionnel.

La solution préconisée était le plan de pension individuel. Les salariés recevaient ainsi la faculté de se désengager du régime de retraite professionnel créé par leur entreprise afin d'investir dans un nouveau régime individuel.

En raison du niveau élevé de leurs commissions et frais de gestion, ces régimes individuels se sont toutefois révélés souvent moins performants que les régimes professionnels. Les méthodes de vente agressives des agents de plusieurs sociétés se sont traduites par un grand nombre de conclusions de contrats de régime individuel, alors que les clients auraient eu tout intérêt à conserver leur régime professionnel. Lorsque ce revers a été mis au jour, le secteur des retraites a dû entamer un long processus de détermination de l'étendue des dégâts aboutissant sur l'octroi d'indemnisations.

Il est désormais évident qu'il appartient aux responsables de ces régimes de retraite vendus d'établir une comparaison actuarielle précise entre tout régime existant dans lequel le client a investi et le régime individuel. Si cette comparaison révèle que le régime individuel est moins performant et que l'employeur refuse aux souscripteurs le droit de réintégrer leur régime professionnel, le vendeur de régimes individuels doit s'engager à verser au moins les mêmes prestations que celles qui auraient été versées par le régime professionnel.

### *5.2. Systèmes de fonds à placement collectif*

Dans le but de garantir la souplesse de la réglementation sur les fonds de retraite, il faut éviter de lier les paiements entrants et sortants à des formules mathématiques rigides. Tout salarié devrait avoir la possibilité de fixer lui-même le niveau de ses cotisations ou de ses retraits. Il

<sup>105</sup> C.-à-d. de la même façon que dans le cas des salariés et des employeurs du pays.

<sup>106</sup> COM(97)283.

serait ainsi possible de faire varier, même temporairement, les flux de paiements convenus. Ce système implique que certains salariés perdront l'avantage fiscal du régime au-delà d'un certain montant de cotisation. D'autre part, il permet une plus grande souplesse. La possession d'actifs de retraite autorisera la *transférabilité* des droits vers d'autres pays et d'autres catégories de fonds.

Un autre avantage des systèmes de fonds à placement collectif réside dans le fait que les cotisations versées par les affiliés détermineront leurs prestations (*neutralité du transfert*), et qu'ils permettent une grande *diversification des actifs* des marchés financiers internationaux.

Le gouvernement britannique a récemment lancé une réforme radicale du système de pension à l'intention de deux groupes cibles: les retraités actuels les plus pauvres et les travailleurs à faibles revenus<sup>107</sup> qui ne disposent pas encore d'une pension privée. Comme toutes les retraites individuelles, les pensions participatives seront des régimes à cotisations définies mais elles prévoiront un accès de l'employeur et des normes minimales. Les employeurs seront tenus de proposer une telle pension à chacun de leurs salariés.

L'instauration d'un régime à revenu minimal garanti destiné aux retraités les plus pauvres a déjà été proposé, en même temps que le remplacement du régime de retraite de l'État lié aux revenus (SERPS) par la seconde pension de l'État (SSP) et l'introduction en avril 2001 des pensions participatives. Le but est de supprimer le lien existant entre les revenus et les pensions d'État en faisant du SSP un système forfaitaire pour les faibles revenus. Les revenus moyens sont quant à eux censés souscrire à des régimes de retraite privés.

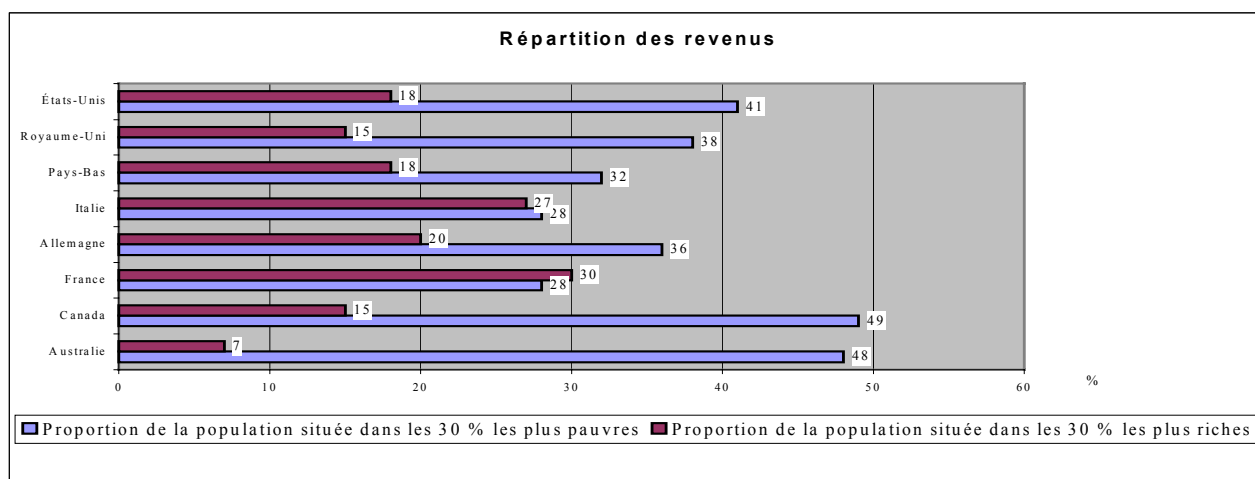
Les retraites privées sont critiquées pour leur imposition anticipée de frais élevés. Les pensions participatives permettent quant à elles au public d'accéder pour la première fois à des régimes de retraite à faible coût. Un pourcentage de frais calculé sur la valeur du fonds est prélevé afin de couvrir les coûts opérationnels normaux mais le total annuel des frais ne pourra dépasser 1%. L'une des raisons principales d'imposer une structure de frais uniforme est de permettre aux consommateurs de comparer facilement les coûts de différents régimes. Cela renforcera la concurrence entre les produits de retraite et encouragera l'acquisition de régimes de retraite.

Compte tenu du groupe cible, le fait de prélever des frais calculés sur un pourcentage de la valeur du fonds et non sur celle des cotisations couvre le fonds contre l'éventualité d'une rupture de cotisations. Les travailleurs à revenus faibles et moyens sont plus susceptibles de passer par des périodes de chômage et, partant, de ne plus pouvoir payer leurs cotisations. De plus, le prélèvement à titre de frais d'un pourcentage de la valeur du fonds implique que, dans les régimes arrivés à maturité, les affiliés les plus anciens subventionnent les plus jeunes. Si les participants ont tendance à conserver le même régime pendant la totalité de leur carrière, cet effet tend à s'équilibrer.

Par le passé, des sociétés d'investissement devaient faire les frais de l'organisation d'un département d'assurances afin de pouvoir offrir des régimes de retraite. Grâce à la possibilité de lancer des pensions participatives, qui sont des régimes individuels peu onéreux et souples, surtout pour les groupes de travailleurs à revenus moyens, les sociétés d'investissement pourront accéder au marché des pensions plus directement. La souplesse de ce régime est déterminée par le fait que toute personne de moins de 75 ans, quels que soient ses revenus, aura le droit de cotiser pour une pension participative et d'interrompre le versement des cotisations sans devoir payer de pénalité. Les petits cotisants ne seront pas pénalisés par les frais annuels calculés en pourcentage de la valeur du fonds.

<sup>107</sup> Font l'objet de cette réforme les travailleurs à temps plein dont le salaire annuel est compris entre 9 000 GBP et £18 5000.

Graphique 9



Source: IFS

La concurrence entre les différents régimes participatifs exige que les participants puissent changer de régime sans frais. Il faut non seulement que les transferts de capitaux d'un régime à un autre s'effectuent sans frais, mais aussi que les gens puissent cotiser à plusieurs fonds sans frais supplémentaires. La création d'une chambre de compensation rendra cela possible<sup>108</sup>.

Le régime fiscal réservé aux pensions individuelles sera également appliqué aux pensions participatives. Les cotisations et les rendements seront exonérés d'impôts. Les pensions seront imposées à hauteur d'un plafond calculé sur la valeur du fonds.

Comme les pensions participatives s'adresseront particulièrement aux travailleurs à revenus moyens, elles constitueront probablement un produit de créneau. Des incitants gouvernementaux doivent être introduits pour en favoriser la diffusion.

D'aucuns estiment que, en raison de la possibilité de prélever des frais réduits, il est probable que de nombreuses sociétés de retraite ne pourront se permettre la grosse dépense des services de consultance nécessaires. Les régimes de retraite participatifs créés par des employeurs pourront par contre se le permettre car ils pourront diviser ces frais entre les groupes d'employeurs.

Cette proposition est conforme à la situation spécifique de l'emploi au Royaume-Uni. En fait, la grande différence avec les autres pays tient en ce que les retraités britanniques sont moins susceptibles d'être en tête en matière de répartition des revenus (graphique 9).

Le fait que le Royaume-Uni ne connaît pas une croissance non soutenable des pensions d'État n'est pas essentiellement lié au vieillissement de la population mais plutôt à la différence de générosité des systèmes de retraite publics. La seconde raison est que, alors que les pensions d'État ont augmenté au rythme des revenus pendant 25 ans, leur augmentation suit à présent les prix, dont la croissance est plus lente<sup>109</sup>.

Outre l'introduction des pensions participatives, le recours à la structure financière des classiques régimes de retraite à capitalisation peut aussi constituer une solution. La structure du système peut être caractérisée comme suit. Le fonds doit être totalement financé, à savoir que les cotisations doivent être entièrement placées en actifs financiers et représenter la seule

<sup>108</sup> *The Government's Proposals for Stakeholder Pensions*, C. Emmerson et S. Tanner, IFS, 10/1999.

<sup>109</sup> *Pension Reform: An International Comparison*, IFS, 04/02/1999.

source de financement des prestations de pension. Le fonds offre des prestations réelles définies (encadré 1) qui sont basées sur un taux réel fixe de rendement des cotisations, avant la garantie d'un promoteur. Celui-ci est chargé de gérer les placements et les plus-values avec pour seule condition d'obtenir le taux de rendement fixe attendu. Le promoteur doit être une institution nationale. Le fait qu'un seul promoteur gère le régime de retraite entraînera une réduction des coûts de gestion des portefeuilles d'investissement et une augmentation des économies d'échelle sur la gestion. Cette approche garantira un niveau élevé de diversification.

La solvabilité du promoteur sera garantie par le gouvernement national, qui interviendra si le promoteur n'est pas en mesure d'atteindre le taux de rendement réel promis. Au bout du compte, le risque de placement passera sur les épaules du gouvernement. Même si le risque est réduit au minimum dans le cas des régimes à prestations définies, cette décision est justifiée par le fait que les gouvernements sont plus à même d'absorber le risque de placement et de le répartir sur un grand nombre de travailleurs selon les tranches d'âge.

Il a été démontré que, en recourant aux excédents budgétaires des gouvernements et en appliquant une politique d'investissement efficace, il était possible d'achever la transition d'un système à répartition vers un système à capitalisation totale *avec des cotisations diminuées de pas moins de deux tiers et sans jamais appliquer d'augmentation des cotisations*<sup>110</sup>.

### Encadré 1

Le plus gros problème lié au rendement des placements est le fait que, en période de forte inflation, le rendement nominal est élevé mais une partie considérable de ce rendement ne sert qu'à dédommager les investisseurs pour l'érosion de la valeur réelle de leurs capitaux. Les investisseurs peuvent faire les frais de l'illusion monétaire s'ils se focalisent sur le rendement nominal. L'élément qui importe vraiment, c'est le rendement réel du placement calculé en tenant compte de l'inflation.

En période d'inflation faible, le rendement réel des obligations et des actions est élevé. Étant donné que le rendement d'un investissement fait l'objet d'une corrélation inverse avec les cours des obligations ou des actions, la baisse du taux d'inflation fait chuter ce rendement et augmenter les cours, stimulant les plus-values au profit des investisseurs.

<sup>110</sup> *A solution to the Social Security Crisis from a MIT Team*, Modigliani et al., document de travail n° 4051, 11/1999.





## CHAPITRE II - LE MARCHÉ DE DÉTAIL

### Commerce électronique

La Commission européenne a déjà fait pression en faveur de l'ouverture des marchés dans les secteurs qui forment l'infrastructure du commerce électronique, par exemple les télécommunications et la publicité, ainsi que dans les secteurs, comme les services financiers, qui peuvent bénéficier du commerce électronique.

Les conclusions du Livre vert de la Commission intitulé "Services financiers: un Livre vert pour répondre aux attentes des consommateurs" et publié en mai 1996 ont mis en relief les problèmes principaux et les mesures requises pour accroître l'efficacité en matière de vente des services financiers. Outre l'inexistence d'une approche globale de la protection des consommateurs sur le marché unique des services financiers, cette étude a identifié les grandes difficultés suivantes:

- ◆ **Le refus des intermédiaires de vendre des services financiers à des non-résidents:**

Le prestataire de services a plus d'une raison d'étendre la distribution de ses services au-delà des frontières de son pays mais de nombreux risques vont de pair avec une stratégie transfrontalière. En premier lieu, le prestataire doit peut-être différencier ses services et les adapter à l'environnement juridique du pays destinataire et aux éventuels besoins différents des consommateurs étrangers. Les risques allant de pair avec des produits transfrontaliers peuvent donc varier. Il faut en outre faire face aux coûts de distribution, en particulier lorsque le prestataire des services n'a pas de réseau de distribution dans le pays destinataire et qu'il doit donc prendre en charge le coût supplémentaire de l'engagement d'un représentant.
- ◆ **Le manque d'accès aux services financiers et aux conseils financiers, en particulier pour les populations à faible revenu**
- ◆ **La mauvaise qualité des services**
- ◆ **Le manque d'information aux consommateurs et de voies de recours:**

L'approche adoptée est centrée sur l'instauration de mécanismes de coopération entre l'industrie et les associations de consommateurs afin d'arriver à l'établissement d'un cadre autorégulateur.
- ◆ **Les activités des intermédiaires non réglementés:**

L'on a souvent fait état de ventes agressives effectuées par des intermédiaires non réglementés.
- ◆ **Contrats à distance en matière de services financiers:**

La croissance des réseaux informatiques ouverts tels que l'Internet permet désormais la commercialisation à distance des produits financiers. L'entrée de l'ordinateur dans la maison facilite le développement de la "banque virtuelle" en qualité de canal de distribution clé reliant les consommateurs aux prestataires de services financiers. L'inquiétude majeure suscitée par ce phénomène concerne les mécanismes de préservation des droits fondamentaux des consommateurs. Des règles ont été établies concernant certains aspects spécifiques, par exemple le droit du consommateur à un délai de réflexion avant l'acceptation d'un contrat financier ou le droit à une information préalable sur les conditions proposées. De son côté, le prestataire doit maintenir ces conditions pendant le délai de réflexion. Le consommateur doit disposer d'une période pendant laquelle il peut résilier le contrat sans se justifier et sans être pénalisé, selon le type de contrat conclu. Le consommateur doit en outre avoir le droit d'être remboursé par

le prestataire si le service financier fourni ne correspond pas à celui qui a été commandé ou si le service est indisponible en tout ou en partie. La prestation de services qui n'ont pas été sollicités (vente forcée par correspondance) et les services financiers fournis sans le consentement préalable du consommateur doivent faire l'objet d'une interdiction.

◆ **Crédit hypothécaire**

◆ **Nouveaux moyens de paiement:**

Une nouvelle génération de produits, les produits de monnaie électronique, est apparue récemment. Ces produits diffèrent fortement des produits d'accès à distance en ce qu'ils peuvent être utilisés sans demander l'accès à un compte bancaire. Dans ce domaine, il faut établir des procédures de recours ainsi que des exigences d'information aux consommateurs et définir les responsabilités respectives des parties concernées.

La nature intangible des services financiers en fait une application adéquate de la vente à distance. Les services financiers sont définis et traités comme des services et sont déjà régis par des règles communautaires même si certains de ces services, comme les crédits hypothécaires, sont régis par des dispositions législatives nationales appliquées indépendamment de la façon dont ils sont vendus.

L'approche législative adoptée récemment par le Parlement se focalise, d'une part, sur un règlement-cadre applicable aux questions communes à presque tous les services financiers, par exemple la transparence de l'information, la protection des droits juridiques ou le droit d'accès aux services et, d'autre part, sur certaines directives, notamment celles qui traitent des contrats à distance dans le secteur des services financiers et de la monnaie électronique.

En matière de contrats à distance<sup>111</sup>, la Commission a soutenu une approche d'harmonisation maximale d'après laquelle la proposition de directive sur la commercialisation à distance<sup>112</sup> devrait assurer la plus grande harmonisation possible des règles des États membres. Dans ce domaine, les préoccupations concernent la livraison défectueuse ou incomplète de services ou de biens non sollicités, en particulier lorsque l'identité du consommateur qui effectue la commande n'est pas scrupuleusement définie, mais également les situations dans lesquelles des consommateurs reçoivent de certains prestataires des appels non sollicités sans connaître la motivation commerciale de ce contact<sup>113</sup>.

La définition du contrat à distance couvre les contrats pour lesquels seules des techniques de communication à distance ont été utilisées jusqu'à, et y compris, la conclusion du contrat. Les contrats conclus sur une base occasionnelle ne sont donc pas concernés par cette définition.

### **1. Monnaie électronique**

La monnaie électronique est un moyen de paiement numérique et se matérialise par une valeur stockée sur un dispositif technique tel qu'une carte à puce ou le disque dur d'un ordinateur. L'usage généralisé des cartes prépayées est susceptible de remplacer à long terme une partie considérable des paiements en espèces, et la "monnaie de réseau" ou "monnaie

---

<sup>111</sup> *Contrat à distance: tout contrat concernant des services financiers conclu entre un fournisseur et un consommateur dans le cadre d'un système de vente ou de prestation de service à distance organisé par le fournisseur qui, pour ce contrat, utilise des techniques de communication à distance jusqu'à, et y compris, la conclusion du contrat*, COM(1999)395 final, p. 18.

<sup>112</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant la commercialisation à distance de services financiers auprès des consommateurs, et modifiant les directives 90/619/CEE du Conseil, 97/7/CE et 98/27/CE.

<sup>113</sup> Bien que cette pratique puisse être légale, les opérateurs adroits tirent parfois profit d'une telle situation.

stockée sur logiciel", transférable d'un ordinateur à l'autre, devient de plus en plus importante pour le commerce électronique. Stockée sur un ordinateur, cette monnaie permet d'acheter des produits virtuels sur un réseau ou des produits réels qui nécessitent une livraison physique. L'usage de la monnaie électronique présente certaines similitudes avec le paiement en espèces. Contrairement à l'emploi des cartes de crédit, qui requièrent un accord préalable de la société émettrice de la carte ou de la banque ainsi qu'une avance de fonds, ou des cartes de débit, qui nécessitent l'existence d'un compte bancaire, l'usage de la monnaie électronique ne requiert aucune autorisation, ni d'une banque ni d'une tierce partie.

Les cartes à puce ont l'avantage de permettre le paiement de montants très faibles, même de l'ordre d'une fraction d'euro. En revanche, la valeur monétaire pouvant être stockée sur les cartes à puce est généralement limitée.

La proposition de directive en la matière <sup>114</sup> définit les activités commerciales que les institutions de monnaie électronique peuvent exercer ainsi que les règles applicables aux aspects suivants:

- l'autorisation préalable des autorités compétentes;
- les exigences de capital initial et de fonds propres permanents;
- les limitations des placements;
- le cadre de contrôle;
- des règles de gestion saines et prudentes pour les émetteurs de monnaie électronique;
- un passeport unique pour les institutions de monnaie électronique.

Les activités commerciales et les capacités de placement des institutions de monnaie électronique sont différentes de celles des institutions bancaires. Les exigences de capital initial et de fonds propres permanents ont été introduites afin de veiller à ce que les institutions de monnaie électronique aient des fonds propres qui soient proportionnés aux opérations qu'elles gèrent. L'imposition de limitations aux placements reflète la nécessité de contenir l'exposition au risque de liquidité des émetteurs. Les fonds reçus en échange de la monnaie électronique émise ne devraient être placés que dans des actifs très liquides présentant un coefficient faible de risque de crédit.

D'autres risques vont de pair avec la monnaie électronique. Il y a surtout le risque opérationnel et les inquiétudes relatives à la santé économique de l'émetteur de monnaie électronique, mais aussi le risque de réputation, lié à la confiance des consommateurs dans l'emploi de monnaie électronique.

La proposition de directive crée une nouvelle forme d'établissement de crédit. Les institutions qui émettent de la monnaie électronique doivent garantir que celle-ci est acceptée comme moyen de paiement par des entreprises autres que les émetteurs.

*La modification apportée à la première directive bancaire définit les institutions de monnaie électronique comme des établissements de crédit et les soumet donc aux dispositions des première et seconde directives de coordination bancaire, les autorisant*

---

<sup>114</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des institutions de monnaie électronique et son exercice, ainsi que la surveillance prudentielle de ces institutions; exposé des motifs.

*ainsi à obtenir le passeport européen. Cette modification crée en même temps des conditions de concurrence égales entre les différents types d'établissements de crédit*<sup>115</sup>.

Cette solution renforce la concurrence dans le secteur financier car elle empêche les banques d'avoir le monopole de l'émission de monnaie électronique. Les dispositions relatives aux exigences de capital, qui garantissent la stabilité financière et un niveau adéquat de protection du consommateur, compensent cependant ce niveau élevé de concurrence.

Les activités commerciales des institutions de monnaie électronique autres que l'émission de monnaie électronique devraient se limiter à des services non financiers fournis par le biais de dispositifs électroniques et à la prestation de services financiers et non financiers.

La proposition ne vise que la monnaie électronique à usages multiples, comme les cartes prépayées qui peuvent être utiles à plusieurs égards, avec une limitation au montant de la valeur monétaire stockée sur la carte, et ne couvre pas les cartes à usage exclusif, par exemple les cartes téléphoniques.

Les questions clés concernent:

- la taxation: pour assurer le développement du commerce électronique, les systèmes fiscaux doivent impérativement accorder la neutralité fiscale aux nouvelles activités, contrairement au commerce plus classique;
- l'authentification électronique des signatures;
- la vie privée et la protection des données personnelles;
- la sécurité et la confidentialité des informations.

Ce dernier aspect, l'un des plus controversés, a particulièrement trait à l'emploi des signatures électroniques. Les mécanismes d'authentification des entités ne contrôlent que l'exercice de certains droits et ne peuvent remplacer les signatures manuscrites.

La signature électronique permet à la personne ou l'entreprise qui reçoit des données par le biais d'un réseau électronique de déterminer l'origine des données (*authentification de la source de données*) et de vérifier que les données sont complètes et intactes (*intégrité des données*). Les données doivent être accompagnées d'un certificat délivré par un prestataire de services afin de permettre l'identification de l'expéditeur. Les prestataires de services sont responsables de la validité du contenu du certificat qu'ils délivrent. Afin de garantir la libre circulation des certificats, la directive impose aux prestataires de services des règles minimales en matière de responsabilité.

Les signatures électroniques doivent bénéficier d'une reconnaissance juridique, au même titre que les signatures manuscrites. Cette reconnaissance juridique doit être accordée indépendamment de la technologie utilisée<sup>116</sup> pour produire la signature électronique. Les prestataires de services constituent la tierce partie à laquelle les deux parties accordent leur confiance. Les certificats qu'ils délivrent ne concernent pas toujours des signatures électroniques mais peuvent avoir d'autres usages. La directive est donc centrée sur la fonction du certificat<sup>117</sup> et sur les liens avec l'identité ou le rôle d'un sujet. Le prestataire de services est

---

<sup>115</sup> Idem.

<sup>116</sup> Signatures numériques, techniques d'identification biométrique telles qu'empreintes digitales ou reconnaissance vocale, cryptographie à clé publique, etc.

<sup>117</sup> Les certificats délivrés par l'autorité compétente peuvent servir à déterminer la juridiction applicable à la transaction.

tenu d'indiquer la limite de valeur de la transaction pour laquelle le certificat délivré est valide, cela afin de limiter sa responsabilité aux dommages compris dans cette valeur limite.

En vertu du principe de la liberté contractuelle et dans les limites de la loi nationale, le service d'agrément doit être considéré comme un service offert en vue d'assurer des services de certification de haut niveau. L'interopérabilité internationale des mécanismes de certification, notamment la *reconnaissance mutuelle des autorités de certification*, doit être développée. Les divers types de transactions peuvent nécessiter divers niveaux de certification ou même ne pas en avoir besoin du tout.

Une autorisation préalable ne devrait pas être demandée aux prestataires de services pour l'accès à leurs activités et l'exercice de ces activités dans l'UE. En prévision des désaccords entre le prestataire de services et le destinataire du service, les États membres doivent assurer l'accès à un système de règlement extrajudiciaire des litiges.

## 2. Effets

La proposition de directive, qui crée une nouvelle forme d'établissement de crédit, à savoir les institutions de monnaie électronique, impose des obligations en matière d'agrément par les autorités compétentes, de besoins en capitaux initiaux et de limitations des investissements. Outre le fait qu'il renforce la concurrence, le cadre juridique augmente l'efficacité des opérations de paiement car un environnement de réseau plus sécurisé permet d'effectuer ces opérations plus rapidement et à moindre coût.

La valeur des technologies de l'information et de l'Internet réside dans leur capacité à stocker, analyser et transmettre des informations *avec précision, rapidité et pour un coût négligeable*. Ils ont stimulé l'exploitation de la "matière grise". Toutes les inventions n'ont pas la même importance relative pour le développement de la société ni la même incidence économique sur l'environnement commercial. L'Internet est peut-être moins significatif sur le plan social que d'autres inventions, mais il produit un impact économique mesurable. L'un de ses effets est lié au coût des communications. Au fur et à mesure que ces derniers baissent, de nouvelles liaisons entre ordinateurs sont créées et la technologie s'étend profondément dans toutes les couches de l'économie. Les avantages d'être connecté augmentent *de façon exponentielle* avec le nombre de connexions réalisées.

L'impact sur l'emploi est direct. La dissémination de la technologie crée le besoin de *nouveaux types de métiers*<sup>118</sup> et donc de nouvelles opportunités d'emploi stable. De plus, l'augmentation du nombre d'institutions et du volume d'affaires créera des emplois tant au niveau national que transfrontalier. Outre les ressources financières requises pour le développement de plans de commerce électronique, ressources qui font défaut aux entreprises à l'heure actuelle, des ressources de management qualifié sont nécessaires pour la mise en œuvre de ces plans.

Par ailleurs, une nouvelle technologie est jugée sur sa capacité à permettre aux entreprises de réorganiser leurs processus de production en vue d'un gain d'efficacité. La nouvelle économie offre aux entreprises la possibilité de réorganiser leurs affaires en passant à une structure organisationnelle plus décentralisée, basée sur l'externalisation et l'approvisionnement en ligne. Les entreprises traditionnelles s'efforcent d'adapter le commerce électronique et les technologies de la nouvelle économie à cette structure. Cette évolution concerne toutes les

---

<sup>118</sup> "Webmasters", responsables de la sécurité informatique, juristes spécialisés, etc.

entreprises qui ne sont pas en ligne. La plupart des entreprises qui ont un site web cherchent encore à exploiter celui-ci dans le but de mieux répondre aux besoins des clients.

Les schémas de productivité de l'économie changent. Outre la création de nouveaux opérateurs économiques, la productivité en général subit des changements. De nouveaux produits apparaissent, qui élargissent les définitions traditionnelles des produits, et des produits existants sont produits plus efficacement. Le marché se caractérise essentiellement par l'offre de paquets "produit et service" (à savoir des ventes liées à des services de maintenance, des ventes de suivi, des livraisons, etc.). L'Internet donne un coup de fouet aux revenus car des *marchés auparavant inaccessibles deviennent accessibles et les obstacles à l'accès ont été supprimés*. Cette évolution entraîne un surcroît de concurrence sur le marché et une pression à la baisse sur les coûts, condition nécessaire aux entreprises pour conserver leur avantage concurrentiel. Des difficultés surgissent dans les cas où des produits traditionnels ne sont pas sensibles aux aspects temporels ou ne dépendent pas de données, et ne peuvent être livrés directement par le biais de câbles. L'ouverture des marchés ira de pair avec un renforcement de la concurrence, un choix plus vaste pour les clients, une diminution des prix et une amélioration des services. L'amélioration de l'interactivité du marché contribue à l'adaptation des produits et services aux besoins individuels des consommateurs.

Avec la création des "start-up" basées sur l'emploi de l'Internet, le marché du capital-risque atteint une masse plus critique. Ces dernières années ont vu la multiplication et la réussite d'offres publiques initiales par ces entreprises. Les investisseurs sont attirés par l'espoir de rendements très élevés sur des périodes très brèves. Toutefois, le risque réel réside dans l'approche spéculative de certains investisseurs, qui peut finir par pénaliser le développement de ces entreprises.

Gagner la confiance des utilisateurs et des consommateurs est nécessaire pour atteindre la masse critique. Sachant cela, la protection des consommateurs s'avère cruciale. Il faut donc favoriser le droit à la vie privée, les mesures d'authentification, les régimes fiscaux favorables, l'accès aux infrastructures et les mécanismes de recours. Des mesures de coopération dans le monde du commerce et de l'industrie sont nécessaires pour renforcer la protection de la vie privée et des données sur les réseaux mondiaux. Ces mesures de coopération permettent de trouver sur le terrain des solutions aux problèmes de sécurité pratiques, par exemple la nécessité de production automatique d'une piste d'audit pour les transactions par monnaie électronique, ou les nombreuses incompatibilités existant entre l'engagement juridique de différents pays pour lutter contre la fraude dans le cadre du commerce électronique.

Le commerce électronique augmente la "fertilisation" croisée des expériences. Les PME sont plus vulnérables à l'émergence du commerce électronique parce qu'elles sont des preneurs de prix et donc de plus en plus sensibles aux prix comparativement aux plus grandes entreprises. Elles disposent néanmoins de plusieurs moyens de faire face à ce défi, même si elles ont parfois du mal à s'adapter à l'environnement fondé sur les nouvelles technologies. D'une part, elles doivent examiner le potentiel des alliances et de la spécialisation afin de pouvoir concurrencer les grandes firmes. D'autre part, elles peuvent se focaliser sur des marchés de régions retirées ou des marchés à créneau.

Les avantages du commerce électronique doivent être clairement présentés aux entreprises afin qu'elles puissent orienter des investissements dans ce sens. Les projets pilotes sont importants pour la sensibilisation à ce thème. Comme les PME manquent souvent de ressources pour mettre en œuvre de nouvelles applications de façon individuelle, les projets pilotes développent habituellement des modèles commerciaux et des stratégies de marché.

L'un des grands avantages du commerce électronique réside dans le fait qu'il donne accès à l'information, y compris aux données internes relatives aux activités commerciales des entreprises. Toutes les entreprises, notamment les PME, ont ainsi la grande chance de pouvoir prendre connaissance d'informations sur le marché et ses caractéristiques à partir des mêmes sources que les grandes entreprises, ce qui diminue l'avantage concurrentiel de ces dernières.

Les jeunes étant plus habitués aux avantages de la nouvelle économie, chaque initiative qui les concerne aura une plus grande incidence sur l'économie et finira par faire évoluer la base culturelle de la société. L'initiative e-learning<sup>119</sup> mobilise les communautés éducatives ainsi que les acteurs économiques de la Communauté dans le but de modifier le système de formation. Elle se préoccupe surtout de l'offre et de la création d'infrastructures et d'équipements, de la formation, des services et de la mise en réseau des projets concerné au niveau européen. Il faut en premier lieu diminuer le comportement d'aversion pour les risques des investisseurs en Europe afin d'accélérer le développement du marché du capital-risque, l'une des principales sources de création d'emplois.

Les effets des nouvelles technologies sur l'emploi sont relativement flous. La majeure partie des effets négatifs provient du caractère inadéquat des qualifications des travailleurs. Cet aspect représente la première étape à franchir. Le commerce électronique est d'abord un investissement qui aura un prix, tant en termes financiers qu'humains. Le secteur devra atteindre une certaine croissance pour pouvoir devenir un moyen d'expansion. La création d'emploi est habituellement une réponse à la croissance commerciale. Entre ces deux étapes, il y aura forcément un délai inévitable. Le nouveau potentiel d'emploi sera concentré dans les services basés sur l'information et dans les petites entreprises spécialisées en services liés au Web. Le commerce électronique encourage la mobilité virtuelle des travailleurs.

L'environnement de travail de demain sera probablement différent de celui que nous connaissons aujourd'hui, tant du point de vue physique qu'opérationnel. Des horaires flexibles seront demandés; certains métiers, comme les intermédiaires, disparaîtront, et certains emplois seront dissociés de leur lieu physique traditionnel. Les rémunérations dépendront davantage des compétences que de l'expérience.

Même si la technologie modifie l'organisation du commerce aux niveaux microéconomique et macroéconomique, elle n'en élimine pas les lois économiques pour autant. Le cycle économique existe encore et l'inflation reste un risque pour chaque économie. C'est pourquoi les gouvernements et les entreprises doivent continuer à redouter la volatilité sur les marchés des actions et à agir pour la prévenir.

Certains économistes craignent que la monnaie électronique ne fasse perdre aux banques centrales leur pouvoir sur la politique monétaire. Les banques centrales ont la maîtrise des taux d'intérêt à court terme parce qu'elles ont le monopole de la fourniture de monnaie et des dépôts faits par les banques, qui représentent la base monétaire. Si l'usage de la monnaie électronique parvient à supprimer ces deux composantes, les banques centrales perdent le contrôle de la base monétaire. Néanmoins, même dans l'hypothèse d'une situation sans monnaie ni banques, il existera toujours un taux d'intérêt à long terme qui fait correspondre la demande de monnaie électronique des emprunteurs à l'offre des prêteurs en fonction du marché. Les banques centrales pourront encore faire varier les taux d'intérêt en empruntant ou en offrant de la monnaie électronique à un taux qui correspond plus ou moins au taux en vigueur sur le marché.

---

<sup>119</sup> Initiative "e-Learning: concevoir l'éducation de demain", COM(2000)318 final.

### 3. Tendances futures

Le commerce électronique international génère actuellement un chiffre d'affaires de 200 milliards d'euros environ. Il se compose de quatre segments. Pour l'instant, le segment principal est le "B to B" (business-to-business)<sup>120</sup>, bien que le "B to C" (business-to-consumer)<sup>121</sup>, le "C to B" (consumer-to-business) et le "C to C" (consumer-to-consumer) gagnent en importance.

Les marchés financiers montrent des traits caractéristiques. En particulier, le côté de la demande se caractérise par des disparités entre les acteurs impliqués. Les consommateurs individuels, d'une part, constituent une part considérable de la demande mais ils n'ont que de faibles possibilités de mobilisation et manquent en général de connaissances techniques sur des produits de plus en plus complexes. De plus, dans certains secteurs tels que les contrats à distance, le cadre juridique n'est pas entièrement défini et la position et les droits des consommateurs nécessitent un renforcement. D'autre part, les acteurs mondiaux, qui représentent l'autre composante de la demande, confèrent davantage de poids à un environnement juridique flexible.

Les services financiers sont essentiellement offerts et vendus par des méthodes traditionnelles de face à face, mais des méthodes de commercialisation à distance s'emploient de plus en plus dans un contexte national et international. La différence de ces dernières par rapport aux méthodes classiques réside dans l'absence d'une présence physique simultanée des parties. La clé est le lien avec les réseaux technologiques, qui permettent de finaliser chaque étape de la transaction en partant de la recherche d'informations par le consommateur et jusqu'à la promotion et la vente des produits et services. Seule l'étape de la distribution peut se passer différemment: par l'intermédiaire des réseaux dans le cas de services ou produits électroniques, ou par une livraison physique chez le client dans le cas de biens tangibles. Ce dernier aspect entraîne des difficultés pour les entreprises qui ne peuvent faire face au nombre de livraisons dans un délai raisonnable à cause de la distance géographique séparant le fournisseur du consommateur.

Grâce à des infrastructures peu onéreuses utilisées pour la promotion des produits, les réseaux et les technologies électroniques permettent aux petites entreprises d'agir comme leurs concurrents de grande taille. La technologie offre la possibilité de *personnaliser les produits et les services sur une plus grande échelle* et de travailler ainsi dans des *segments de marché plus spécialisés*. Comme le Web a un effet *égalisateur* considérable et que *l'avantage concurrentiel des leaders de marché est limité dans le temps*, l'unique façon de conserver cet avantage consiste à disposer d'une *infrastructure souple* qui permet d'innover continuellement. Le commerce électronique *rétrécit la distance entre les producteurs et les consommateurs*, tandis que *les intermédiaires changent de rôle*. Ce ne sont plus les détaillants ou grossistes traditionnels qui sont nécessaires, mais des fournisseurs d'accès réseau, des fournisseurs d'authentification et de certification ainsi que des infrastructures de systèmes de paiement électronique.

Les transactions sur l'Internet sont peu coûteuses, facilement accessibles et les marges deviennent de plus en plus serrées. La concurrence augmente surtout parce qu'*il suffit d'un clic de souris*<sup>122</sup> pour passer d'un concurrent à l'autre.

---

<sup>120</sup> Transactions effectuées entre deux entreprises.

<sup>121</sup> Le "B to C" englobe les activités de détail habituelles, par exemple la vente de livres ou le courtage en ligne.

<sup>122</sup> *The Economist*, Survey Online Finance, The virtual threat, 20.05.2000.



Mais les avancées technologiques ne se limitent pas au domaine du PC. Depuis peu, chaque entreprise qui offre des services financiers via l'Internet étend ses activités vers *d'autres canaux* tels que les téléphones mobiles, les assistants numériques personnels (ANP), voire la télévision. Dans certains pays, les activités bancaires et de courtage sont déjà disponibles sur les téléphones WAP (à protocole d'application sans fil). Même si les téléphones WAP ne permettent pas encore un accès complet à l'Internet, ils prennent en charge des structures simples offrant des possibilités de transactions de services financiers. Le commerce mobile essaie de rendre les services Internet accessibles à partir du téléphone. L'émission et le règlement électroniques de factures connaissent une croissance exponentielle et, hormis les gains de temps, ils permettent des économies jugées considérables sur le papier, la manutention et les frais postaux.

Dans le secteur bancaire, l'on s'attend à ce que la plupart des transactions deviennent virtuelles avant la fin de la décennie. L'Internet en soi est devenu l'un des moteurs de la *désintermédiation*, à laquelle les banques doivent faire face. D'aucuns avancent que les banques traversent le stade de la "quatrième désintermédiation". La première désintermédiation concernait l'essor de l'épargne, des fonds à placement collectif et des polices d'assurance-vie au détriment des dépôts bancaires. La deuxième désintermédiation était centrée sur les marchés des capitaux, qui ont assumé le rôle de fournisseurs de crédit, traditionnellement dévolu aux banques. Au troisième stade, le développement technologique a aidé à généraliser les opérations de post-marché. À présent, la distribution des produits et services bancaires va aussi passer par une phase de désintermédiation<sup>123</sup>. On parle même d'une cinquième désintermédiation qui permettra de recourir aux réseaux électroniques et aux nouvelles technologies pour les services de compensation et de règlement sans passer par les banques<sup>124</sup>.

C'est surtout en Asie que l'on assiste à une croissance de nouvelles banques opérant exclusivement en ligne. Grâce à la diminution des coûts résultant des nouvelles technologies, les banques en ligne projettent d'appliquer des taux d'intérêt peu élevés afin d'attirer les clients. Libérées des coûts fixes élevés, les banques ainsi que les autres entreprises peuvent de la sorte étendre plus facilement leurs activités aux quatre coins de l'Europe sans devoir supporter des coûts fixes élevés.

De plus, l'avènement de la reconnaissance vocale ouvre de nouvelles perspectives. Les interfaces utilisateur deviendront plus faciles à comprendre et les consommateurs auront moins besoin de connaissances spécialisées pour accéder aux nouvelles technologies. Un cadre juridique commun fait cependant défaut. La prévention de la fraude, la sécurité des transactions, la protection de la vie privée et des droits de propriété intellectuelle requièrent des mécanismes de sécurité électronique adéquats.

---

<sup>123</sup> Idem.

<sup>124</sup> Idem.

## Assurances

De par le monde, le marché unique des assurances de l'UE est le troisième en importance après les marchés américain et japonais. Cela n'empêche pas les entreprises d'assurance de devoir composer avec un cadre juridique incertain en ce qui concerne les produits qu'elles offrent et les règles régissant leurs activités.

Il existe dans l'Union européenne différents forums au sein desquels les autorités de réglementation et de contrôle des assurances se réunissent pour discuter de cadres réglementaires et de questions pratiques. Fondé en 1991, le Comité des assurances (CA) est attaché à la Commission européenne. Il a pour mission d'assister la Commission en la conseillant et en élaborant la législation prudentielle préparatoire pour le secteur des assurances. Les positions des entreprises d'assurance individuelles ne sont pas traitées par ce forum parce qu'elles relèvent de la compétence exclusive des autorités de contrôle nationales, hormis les cas où la position financière d'une entreprise individuelle peut donner lieu à des problèmes prudents nécessitant une réponse au niveau communautaire.

Après la signature du traité de Rome, la Conférence des services de contrôle des assurances des États membres de la Communauté économique européenne a été créée. Le but de cette institution était de constituer un forum permettant l'échange d'informations entre les contrôleurs d'assurance et le suivi de la mise en œuvre des directives de la CE relatives aux assurances.

De plus, l'Association internationale des inspecteurs d'assurance (IAIS) a été instituée en 1994, elle aussi dans le but de fournir un forum officiel de discussion sur les questions de réglementation et de contrôle en matière d'assurances. Sa mission principale consiste à développer des normes pratiques mondiales pour le contrôle du secteur des assurances.

Les domaines principaux où des mesures ont récemment été prises sont les suivants:

- l'agrément et le contrôle financier des entreprises d'assurance.
- le principe de l'"intérêt général".
- la médiation en assurance.

### ***1. Agrément et contrôle financier***

Les troisièmes directives du Conseil n° 92/49/CEE et 92/96/CEE ont achevé l'établissement du marché unique dans le secteur des assurances. Elles prévoient un régime d'agrément et de contrôle uniques des entreprises d'assurance appliqué par l'État membre d'origine. Cet agrément unique ("passeport européen") délivré par l'État membre d'origine permet à l'entreprise d'assurance d'exercer ses activités d'assurance partout dans l'UE, soit en régime d'établissement, soit en régime de libre prestation des services.

Des études réalisées sur le terrain ont cependant révélé que les autorités de contrôle des pays d'accueil appliquent des conditions différentes aux entreprises étrangères en ce qui concerne l'exercice de leurs activités sur territoire du pays d'accueil. Ce genre de *traitement différencié* empêche le client d'avoir l'accès le plus varié possible aux entreprises d'assurance de l'Europe ainsi qu'à une vaste gamme de produits potentiellement disponibles dans la Communauté. Pour cette raison, la Commission a fixé des critères spécifiques<sup>125</sup> afin de déterminer la

---

<sup>125</sup> Commission européenne, Communication interprétative de la Commission, Liberté de prestation de services et intérêt général dans le secteur des assurances, Bruxelles, 02.02.2000.

démarcation entre les activités exercées par l'ouverture d'une succursale ou d'une agence, et les activités exercées en vertu de la libre prestation des services dans un autre État membre.

La prestation de services se distingue généralement de la liberté d'établissement par son caractère temporaire, tandis que la liberté d'établissement suppose une présence durable dans le pays d'accueil. Le caractère temporaire des services est à apprécier en fonction de la durée de la prestation, de sa fréquence, de sa périodicité et de sa continuité<sup>126</sup>. La seule différence notable entre les règles de prestation de services et les règles relatives à l'établissement concerne la procédure de notification, qui est plus détaillée dans le cas de l'ouverture d'une succursale. La notification requise pour une telle ouverture a pour but d'assurer l'échange d'informations entre les autorités de contrôle.

Depuis l'abolition des restrictions<sup>127</sup>, toute entreprise d'assurance peut simultanément exercer ses activités dans le même pays tant en vertu de la libre prestation des services que par l'intermédiaire d'une succursale. Ce droit est valable même s'il s'agit des mêmes activités.

Les succursales d'entreprises d'assurance et les assureurs opérant en vertu de la libre prestation des services ne sont pas tenus de respecter les dispositions de l'État membre d'accueil concernant les taux d'intérêt techniques maximaux<sup>128</sup>.

Seul l'État membre d'origine est compétent pour contrôler, vérifier et garantir le respect par une entreprise d'assurance des conditions d'octroi de l'agrément. L'État membre d'accueil n'a pas le droit de remettre en cause l'agrément octroyé. Comme les autorités compétentes de l'État membre d'origine octroient l'agrément pour une catégorie d'assurances précise, les entreprises qui étendent leurs activités à une catégorie entière ou à d'autres catégories sont tenues de demander l'agrément correspondant. Si la loi de l'État membre autorise l'exercice simultané de plusieurs catégories d'assurances, l'agrément peut être octroyé pour plusieurs catégories.

Le contrôle financier porte sur les aspects suivants:

- la solvabilité de l'entreprise;
- la détermination des provisions techniques;
- la couverture en actifs des provisions techniques.

Le contrôle se base sur les comptes annuels pour déterminer la situation financière et les capacités de solvabilité de l'entreprise. Les propositions actuelles<sup>129</sup> cherchent à renforcer la position des autorités compétentes en les habilitant à prendre des mesures correctives lorsque les intérêts des assurés sont menacés. La protection des investisseurs serait ainsi mieux assurée.

Il en résulterait deux effets directs.

- Une *augmentation des revenus* des entreprises d'assurance serait la conséquence du nombre croissant d'assurés.
- L'établissement de *marchés des assurances plus profonds et plus liquides*.

---

<sup>126</sup> Idem, p. II.

<sup>127</sup> Les troisièmes directives sur les assurances (directives 92/49/CEE et 92/96/CEE) ont aboli toutes les restrictions qui frappaient un tel exercice simultané.

<sup>128</sup> Chaque État membre fixe un taux d'intérêt technique maximal, qui doit être modifié afin de permettre le calcul des bases des provisions techniques.

<sup>129</sup> COM(2000)634 et COM(2000)617.

Ces effets auront leur importance en cas d'augmentation de la volatilité des marchés et de variation considérable de la valeur de marché des actifs couvrant la marge de solvabilité.

Dans le cadre de l'évaluation de la situation financière générale d'une entreprise d'assurance, la marge de solvabilité n'est que l'un des paramètres à considérer, outre le caractère adéquat des provisions techniques, les risques liés aux actifs et aux placements, etc. La prise en compte de critères de compétence de gestion permet une *protection plus complète des investisseurs*.

## **2. La marge de solvabilité**

L'un des instruments juridiques les plus importants destinés à protéger les consommateurs est l'obligation faite aux entreprises d'assurance de constituer une marge de solvabilité adéquate<sup>130</sup>.

La marge de solvabilité est une mesure, harmonisée au niveau de l'UE, conçue pour atteindre la reconnaissance mutuelle du contrôle financier des entreprises d'assurance. Une harmonisation minimale ayant été réalisée, les États membres restent libres d'imposer des règles plus rigoureuses aux entreprises qu'ils agréent. Pour cette raison, les entreprises d'assurance peuvent choisir le pays dans lequel elles demandent l'agrément en tenant compte des diverses règles relatives à la marge de solvabilité. À première vue, cette situation peut fausser la concurrence.

La marge de solvabilité se compose de tout le capital en actions disponible pour pouvoir faire face à tout moment à des coûts imprévus et respecter les engagements envers les assurés et les créanciers. Son montant doit être lié à l'importance des risques assurés. La mesure de la marge de solvabilité dépend fortement de la façon dont les actifs et les engagements sont évalués. Les principes de calcul ont donc été harmonisés pour les comptes annuels et consolidés. Le calcul des provisions techniques est basé sur des principes actuariels mais cela ne garantit pas une couverture sûre des sinistres et des coûts. En conséquence, l'on a introduit une provision supplémentaire devant servir de "matelas" en cas de coûts imprévus.

D'aucuns pensent que les faillites d'entreprises d'assurance sont beaucoup moins souvent liées à une insuffisance de la marge de solvabilité qu'à d'autres facteurs tels que la faiblesse de la réassurance, l'inadéquation des investissements ou du rapport actifs-engagements, etc. Les risques de coûts excessifs et de croissance rapide ne sont pas couverts par ce système de marge de solvabilité, contrairement à certaines méthodologies plus sophistiquées qui ne sont pas applicables à l'Europe pour l'instant.

La marge de solvabilité minimale est calculée en fonction des catégories d'assurances couvertes. Un fonds de garantie correspondant à une fraction de l'exigence de marge de solvabilité doit également être établi. Ce fonds doit être exprimé sous forme monétaire et non comme un pourcentage des risques assurés. Au terme des propositions actuelles<sup>131</sup>, il doit être relevé et corrigé de l'inflation. L'actualisation *automatique* de ce fonds est prévue, ce qui permet de disposer d'un cadre législatif *souple*.

---

<sup>130</sup> La formule employée pour le calcul des exigences de marge de solvabilité pour les activités non-vie diffère de la formule appliquée pour les activités d'assurance-vie. Pour ces dernières, la formule se base sur le montant des provisions techniques tandis que, dans le cas de l'assurance non-vie, il faut appliquer la plus élevée de deux formules, l'une basée sur les primes et l'autre sur les sinistres.

<sup>131</sup> COM(2000)634 et COM(2000)617.

Les propositions demandent l'imposition d'un capital réglementaire plus élevé. Les petites mutuelles ne satisferont plus au critère du nouveau seuil de revenus de primes et ne pourront plus bénéficier du passeport européen unique. Les exigences plus élevées contenues dans les propositions auront notamment pour effet de *renforcer les entraves à l'accès au marché spécifique*. Le renforcement des entraves à l'accès et l'augmentation de la marge de solvabilité *pénalisent surtout l'établissement de nouvelles petites entreprises et, partant, la création potentielle d'emplois*. Le fait que le respect des exigences minimales de solvabilité permette à ces entreprises de bénéficier du passeport unique ne compense pas la situation désavantageuse qu'elles connaissent au départ.

## Encadré 2

Le capital fondé sur les risques (RBC) est l'un des modèles employés par le secteur des assurances pour la mesure de la solvabilité. Les éléments clés des risques des engagements sont appelés "facteurs de risque". La marge de solvabilité se calcule en multipliant les facteurs de risque par une mesure du volume puis en les additionnant.

À l'origine, ce concept a été mis au point aux États-Unis et au Canada à la fin des années 80, à la suite de fréquents cas d'insolvabilité, dans le but d'améliorer la mesure de l'exposition à des risques spécifiques tels que le risque des actifs<sup>132</sup>, le risque d'assurance<sup>133</sup>, le risque de taux d'intérêt<sup>134</sup> et le risque commercial<sup>135</sup>. Les estimations RBC sont traduites dans une formule mathématique.

L'un des avantages de cette méthodologie est qu'elle permet d'estimer tant les actifs que les engagements et les différents types de risques. Par ailleurs, elle a été critiquée pour son approche de type mécanique. Tant que l'on reste dans des environnements de marché *où les produits sont similaires*, et donc également *les actifs et les engagements* qui en résultent, cette méthodologie convient très bien. Elle l'est moins pour des environnements différenciés dans lesquels des assureurs doivent gérer une diversité de produits, comme en Europe.

L'une des premières questions soulevées à propos de la marge de solvabilité était de savoir s'il convenait de remplacer la formule actuelle par un calcul de RBC de type américain. Jusqu'à présent, des preuves empiriques ont montré que le système de marge de solvabilité ne souffrait pas de graves défauts et que la supériorité en tant qu'instrument réglementaire du système RBC de type américain n'était pas évidente.

### 3. Autres paramètres

L'État membre d'origine impose aux entreprises d'assurance<sup>136</sup> de couvrir les provisions techniques par des actifs correspondants pour la totalité de leurs activités. Des pourcentages ont été fixés pour indiquer le taux minimal de placement dans certaines catégories d'actifs. Néanmoins, en raison de la rapidité d'évolution de l'environnement financier, ces pourcentages ne permettent pas la souplesse du cadre législatif. Pour cette raison, *il vaut mieux ne pas établir de pourcentages fixes lorsque des règles basées sur des principes permettent de réaliser le même objectif que ces pourcentages*.

<sup>132</sup> Le risque qu'une entreprise ne réalise pas la valeur totale de ses actifs.

<sup>133</sup> Le risque d'une évaluation incorrecte des produits de l'entreprise.

<sup>134</sup> Le risque dû aux fluctuations des taux d'intérêt.

<sup>135</sup> Le risque associé à la gestion de l'entreprise et à sa stratégie.

<sup>136</sup> Entreprises d'assurance-vie

Le premier paragraphe de l'article 24 de la proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'assurance-vie<sup>137</sup> pourrait donc être supprimé en faveur du maintien du second paragraphe, qui détermine les règles et les principes de la diversification des investissements. Les actifs couvrant les provisions techniques tiennent compte du type d'activités exercées et doivent faire l'objet d'une diversification adéquate. Des catégories précises d'actifs sont autorisées pour la couverture des provisions techniques mais des règles plus détaillées concernant les actifs admissibles peuvent être fixées par les États membres.

Dans certains États membres, la législation nationale établit les critères à appliquer lors du calcul des primes d'assurance automobile obligatoire. Ces critères prescrivent l'application de coefficients de réduction ou de majoration des primes dans une échelle obligatoire. D'une part, les systèmes obligatoires réduisent la probabilité des accidents parce qu'ils renforcent la prudence des conducteurs ainsi que la transparence et la comparabilité des produits d'assurance. D'autre part, ils ne respectent pas le principe de la liberté tarifaire des entreprises d'assurance.

Les clauses imposant des franchises applicables aux polices d'assurance visent à lutter contre la fraude à l'assurance. L'on peut aussi considérer qu'elles protègent les consommateurs contre des fortes hausses des primes qui résulteraient du nombre plus élevé de sinistres de faible montant à traiter par les assureurs. L'on peut cependant se demander si le système des franchises vise réellement à protéger les clients ou s'il a pour effet de limiter la concurrence entre assureurs.

Les produits de remboursement de capital commercialisés dans un État membre par un prestataire de services agréé dans cet État membre sont également autorisés dans les pays où ces produits ne sont pas considérés comme des activités d'assurance. Même si cette permission est fondée sur le principe de la reconnaissance mutuelle entre États membres, elle peut donner lieu à une discrimination entre les prestataires de services nationaux et étrangers. En fait, les prestataires agréés par leur propre État membre ont la possibilité de commercialiser à l'étranger des produits qui ne peuvent être commercialisés par des prestataires d'autres États membres, ce qui leur donne un *avantage concurrentiel*. Étant donné que ce déséquilibre de la concurrence fausse l'efficacité du marché des assurances et que le principe de la reconnaissance mutuelle concorde avec l'octroi de l'agrément unique, il convient de consentir un effort pour *harmoniser les produits d'assurance* qui sont communément agréés et reconnus dans la Communauté.

Les dispositions principales de la directive sur le contrôle supplémentaire des entreprises d'assurance en groupes d'assurance<sup>138</sup> visent à assurer un niveau élevé de protection des assurés et à réduire les distorsions dues aux différences entre les législations des États membres. Les dispositions principales concernent le double usage du capital dans le calcul de la marge de solvabilité rajustée de l'entreprise d'assurance, élément qui devrait être supprimé par la directive. Certaines parties versées du capital des compagnies d'assurance, comme les provisions de bénéfices, doivent donc être incluses dans le calcul de la marge de solvabilité rajustée.

Lorsque l'on réalise une estimation des fonds propres du groupe, il faut tenir compte des ressources de la société mère d'un groupe d'assurance. L'autorité de contrôle doit surveiller les

---

<sup>137</sup> COM(2000)398 final.

<sup>138</sup> 98/78/CE.

transactions internes du groupe d'assurance et doit recevoir toute information nécessaire aux fins des contrôles supplémentaires.

La proposition de directive sur la restructuration et la liquidation des entreprises d'assurance<sup>139</sup> couvre la défaillance des entreprises d'assurance disposant de succursales dans d'autres États membres. Le processus de liquidation sera soumis à une seule procédure, qui sera ouverte dans l'État membre d'origine où se trouve le siège de l'entreprise et sera régi par la législation sur la faillite de cet État membre d'origine, cela conformément au principe du contrôle par le pays d'origine.

Afin d'assurer la protection des créanciers des entreprises d'assurance, la proposition prévoit deux options à choisir par l'État membre en cas de procédure de liquidation. La première option accorde aux créances d'assurance une priorité absolue sur toutes les autres créances pour les actifs représentatifs des provisions techniques. La seconde option accorde la priorité, pour l'ensemble des actifs de l'entreprise, sur toutes les autres créances à l'exception des droits réels<sup>140</sup>.

Le fait que les États membres aient le choix, en cas de procédure de liquidation, entre deux niveaux de protection induit un environnement potentiellement discriminatoire. Il vaudrait mieux appliquer une option unique dans la Communauté afin d'augmenter l'harmonisation des pratiques. Le "privilège général" présente l'avantage d'assurer une protection adéquate des créanciers des entreprises d'assurance ainsi qu'un équilibre avec les autres créanciers de ces entreprises. Étant donné qu'il permet la prise en compte des créances sur les salaires, il protège l'emploi.

#### **4. L'intérêt général**

La notion d'intérêt général, développée par la jurisprudence de la Cour de justice, donne lieu à des controverses. Pour pouvoir exercer ses activités d'assurance dans un État membre d'accueil, une entreprise d'assurance doit se conformer à la réglementation nationale afin de respecter le principe de l'intérêt général. L'on a ainsi défini le cadre dans lequel l'État membre d'accueil peut avoir recours à la notion d'intérêt général pour imposer le respect de sa propre réglementation à une entreprise d'assurance.

Dans le but de conserver la nature souple et évolutive de la notion d'intérêt général, la Cour n'en a jamais donné une définition stricte, mais cette attitude a donné lieu à une certaine incertitude juridique. L'étendue de ce que l'on considère comme relevant de l'intérêt général dépend fortement des diverses traditions nationales. De plus, cette notion implique une inversion de la charge de la preuve. En cas de litige, l'État membre qui impose les restrictions doit démontrer que les dispositions nationales répondent aux conditions fixées par la Commission<sup>141</sup>.

Les directives d'harmonisation définissent le niveau minimal du principe de l'intérêt général et les secteurs qui ne relèvent pas du domaine d'application de la législation. Les restrictions discriminatoires imposées par un État membre ne peuvent se justifier sur la base de considérations économiques. Il faut de plus déterminer s'il n'existe par de moyen moins

---

<sup>139</sup> Proposition modifiée COM(89) 394 final. JO C 235, 06.10.1989.

<sup>140</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/2k-529.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/2k-529.htm)

Services financiers: la Commission se félicite de la conclusion d'un accord politique sur la liquidation des entreprises d'assurance.

<sup>141</sup> Commission européenne, Communication interprétative de la Commission, "Liberté de prestation de services et intérêt général dans le secteur des assurances", Bruxelles, 02/02/2000, p. 22.

restrictif d'atteindre l'objectif d'intérêt général et/ou si cet objectif est sauvegardé par les règles de l'État membre d'accueil auxquelles le prestataire est déjà soumis.

Afin d'atténuer l'incertitude juridique découlant de la jurisprudence de la Cour de justice et d'éviter une application excessive de la clause d'intérêt général, il pourrait être préférable d'élaborer une *définition juridique commune* de ce concept au niveau communautaire. Une telle définition pénaliserait cependant la souplesse de l'application législative actuelle. Étant soumises au contrôle de leur pays d'origine, les entreprises d'assurance respectent déjà les dispositions qui concernent la protection des consommateurs, la prévention de la fraude, la protection des travailleurs, etc. Le concept d'intérêt général ne devrait être appliqué que dans des circonstances exceptionnelles et faire l'objet d'une définition stricte afin de ne pas limiter la liberté d'action et la prestation des services dans d'autres États membres. Il convient en outre d'éviter la distorsion de l'environnement concurrentiel et la *pénalisation du développement transfrontalier du secteur des assurances*.

### **5. La médiation en assurances**

Le "passeport européen" donne lieu à un accroissement des activités, en particulier concernant les grands risques industriels et commerciaux. L'impact de cette ouverture a été moindre pour les particuliers en raison de l'absence d'un cadre juridique pour les intermédiaires qui leur permet de tirer plein avantage des libertés fondamentales. Les intermédiaires<sup>142</sup> ne sont donc pas en mesure de répondre complètement à la demande des clients qui souhaitent assurer leurs risques dans d'autres États membres. Les intermédiaires d'assurance sont encore soumis aux exigences juridiques nationales et manquent d'obligations claires lorsqu'ils agissent sur des marchés segmentés transfrontaliers. Cette segmentation des marchés empêche les clients des assurances, les sociétés et les particuliers d'accéder à une gamme de produits plus complète. Le système d'enregistrement unique des intermédiaires *facilitera la protection des intérêts des consommateurs et les activités transfrontalières*.

À l'heure actuelle, seule la directive 77/92/CEE prévoit des dispositions obligatoires pour les intermédiaires du secteur des assurances. Elle n'harmonise pas les exigences professionnelles requises des agents ou courtiers, mais se borne à établir des mesures destinées à faciliter la libre circulation de ces intermédiaires dans la Communauté. Les règles communautaires ultérieures<sup>143</sup> exigent que les intermédiaires d'assurance aient:

- des connaissances et aptitudes générales, commerciales et professionnelles;
- une assurance de responsabilité civile professionnelle;
- une réputation d'honorabilité;
- une capacité financière suffisante.

L'existence d'une assurance de la responsabilité professionnelle signifie que tout consommateur victime de la négligence d'un intermédiaire aura la possibilité d'obtenir un dédommagement. Un montant précis est indiqué dans la proposition de directive mais, *afin de conserver la souplesse de la législation, il pourrait être plus approprié de garantir un dédommagement de 100%*. Dans le même ordre d'idées, l'intégrité financière est exigée comme protection supplémentaire contre une éventuelle faillite de l'intermédiaire et afin d'éviter la perte des primes payées par le client au courtier.

---

<sup>142</sup> Courtiers, agents généraux, banques, etc.

<sup>143</sup> Recommandation 92/48/CEE du 18 décembre 1991.



Une récente proposition de directive sur l'intermédiation en assurance<sup>144</sup> voudrait soumettre l'immatriculation à un ensemble d'exigences professionnelles minimales applicables à toute entité (physique ou morale) qui accède à l'activité d'intermédiation en assurance ou en réassurance. La surveillance serait fondée sur le principe du contrôle par le pays d'origine.

En raison du nombre élevé d'intermédiaires, le système d'immatriculation des intermédiaires a été préféré à un système d'agrément officiel. L'immatriculation doit s'effectuer, dans le cas d'une personne morale, dans l'État membre où se trouve son siège social et, dans le cas d'une personne physique, dans celui où elle a son administration centrale. Cette disposition vise à interdire aux intermédiaires la possibilité d'éviter les normes plus strictes de l'État membre où ils sont établis.

Afin de garantir les intérêts des clients, il serait préférable d'inclure chaque intermédiaire d'assurance dans le champ d'application de la directive, surtout en raison des difficultés que pourraient éprouver les petits intermédiaires en matière d'intégrité financière.

Une distinction entre agents et courtiers n'étant pas possible dans chaque État membre, il est plus utile d'établir une distinction concernant le *type de risque* associé aux activités de l'intermédiaire.

Lors de l'examen des informations fournies au client par l'intermédiaire en assurance, il appartient à l'intermédiaire de déterminer s'il conseille le client et de préciser qui est responsable en cas de négligence. L'intermédiaire devrait assurer des fonctions de consultance et de responsabilité suffisantes, d'autant plus que les activités seront probablement appelées à se fonder plus sur la prestation de services connexes que de produits uniquement.

## **6. Tendances futures**

Les effets de ces propositions et directives commencent à se manifester par une concurrence accrue sur les marchés nationaux et une plus grande différenciation des produits. L'innovation a augmenté, surtout à la suite de l'abolition des contrôles tels que l'approbation des conditions et des tarifs des polices par les autorités de contrôle. Les particuliers et les entreprises sont encouragés à effectuer des achats transfrontaliers.

Le principal obstacle restant est lié au fait qu'une entreprise d'assurance peut avoir du mal à estimer avec précision le niveau de risque de ses activités éventuelles dans d'autres États membres, et peut donc éprouver des difficultés à fixer des tarifs adéquats pour les primes de ses contrats d'assurance. En général, l'investissement requis pour obtenir une estimation correcte du risque encouru dans un autre État membre ne justifie pas la commercialisation transfrontalière de produits. Une des pistes possibles à suivre est celle de l'emploi des nouvelles technologies, qui augmente les possibilités de vente à distance telles que la vente directe de produits via l'Internet, et peut réduire l'investissement requis pour l'accès au marché.

Dans l'Union, les différences de prix restent élevées en raison des caractéristiques divergentes des marchés nationaux. Les différences fiscales constituent aussi un obstacle, surtout lorsque la législation nationale n'autorise pas la déductibilité des primes d'assurance-vie payées dans le cadre de contrats conclus avec un assureur établi hors du territoire national.

---

<sup>144</sup> Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'intermédiation en assurance, COM (2000) 511 final, Bruxelles, 20.09.2000.

Pour une série de raisons, les entreprises d'assurance font preuve d'une grande lenteur pour aborder le marché en ligne. La complexité des produits fait que les clients ont besoin d'en discuter de vive voix et non d'acheter ces produits de façon virtuelle. Les services transfrontaliers fournis par des entreprises d'assurance par le biais du commerce électronique sont bien entendu soumis aux dispositions relevant de la libre prestation des services. Néanmoins, le cadre juridique actuel du secteur des assurances ne régit que de façon limitée l'emploi des nouvelles technologies et des réseaux électroniques. L'endroit où est situé le moyen technologique permettant la prestation du service n'est pas l'État membre où l'assureur a son siège social, mais l'État membre du siège social de l'entreprise d'assurance avec laquelle le contrat a été conclu.

Le cadre juridique actuel est basé sur le concept d'une succursale physique. Si des évolutions futures permettent de n'avoir plus qu'une succursale "virtuelle" capable de prendre des décisions sans contacter la société mère, la législation devra être revue.

Enfin, il convient d'élaborer une approche cohérente du contrôle des conglomérats financiers.

### CHAPITRE III - CAPITAL-INVESTISSEMENT

L'importance d'un marché du capital-investissement paneuropéen pour la création d'emplois a souvent été soulignée. Même si le marché du capital-investissement est plus petit que les autres marchés financiers, il est particulièrement important en ce qu'il constitue une source de capitaux par actions pour les entreprises innovantes ou en début d'activité.

Cette constatation nous est fournie par des preuves empiriques émanant des États-Unis. Malgré sa chute en 2000, la bourse Nasdaq est en croissance depuis plus de 25 ans et joue un rôle crucial dans le financement d'entreprises à croissance rapide aux États-Unis, permettant à des petites et moyennes entreprises d'accéder au capital-risque. En Europe, les marchés du capital-investissement se sont développés plus récemment et ne peuvent offrir les mêmes facilités de capital aux nouvelles entreprises.

Pour bénéficier des conditions leur permettant de développer leurs activités et produits avec efficacité et sans délai inutile, les entrepreneurs doivent pouvoir accéder au

- *bon financement,*
- *dans un cadre temporel adéquat et*
- *avec les fonctions de consultance adéquates.*

Cela signifie que les entrepreneurs doivent pouvoir accéder aux éléments suivants:

- le capital d'amorçage<sup>145</sup> et le capital de démarrage<sup>146</sup>, pour le lancement de l'entreprise;
- le capital intermédiaire et de développement<sup>147</sup>, qui permet d'étendre les activités dès que la production atteint sa masse critique;
- les investisseurs privés ou institutionnels<sup>148</sup>, qui permettent d'étendre la base de l'actionariat et de diversifier le contrôle de gestion. Ce dernier élément doit être soutenu par des marchés primaire et secondaire liquides et actifs afin de permettre l'introduction en bourse et la négociation des actions.

Le marché du capital-investissement s'est très bien comporté ces dernières années. Ces performances favorables se sont étendues à tous les segments, à savoir les investissements des "business angels", les investissements en capital-risque et le marché des actions à forte croissance<sup>149</sup>.

Le rôle du capital-risque ne se limite pas à un apport de capitaux car il fournit également des services d'expertise technique et de gestion. Il se définit comme un sous-ensemble des apports de capitaux propres, et couvre les investissements destinés au démarrage, au développement initial ou l'expansion et la restructuration d'une entreprise. En Europe, cette expression désigne habituellement les apports de capitaux propres, y compris les rachats d'entreprises par leurs cadres ou par des cadres extérieurs (MBO/MBI).

<sup>145</sup> Financement initial dont une entreprise a besoin pour l'étude, le développement et l'évaluation d'un concept original avant la phase de démarrage. Ce type de financement est en général fourni par des incubateurs, des "business angels" ou des fondateurs d'entreprise.

<sup>146</sup> Financement fourni pour le développement des produits et la commercialisation initiale. Le but de ce financement est d'aider les entreprises qui sont en phase de lancement d'activités ou qui sont déjà actives, mais qui n'ont pas encore commercialisé leur produit.

<sup>147</sup> Financement fourni à une entreprise pour la poursuite de sa croissance et de son expansion.

<sup>148</sup> Les investisseurs institutionnels comprennent les compagnies d'assurance, les fonds de placement et les fonds de retraite.

<sup>149</sup> Ce que l'on appelle les "nouveaux marchés".

De plus, les vrais fournisseurs de capital-risque ne se contentent pas d'injecter de l'argent dans une entreprise et d'attendre le rendement. Ils s'impliquent en devenant membres du conseil d'administration et conseillers de gestion afin de participer à la définition des plans d'entreprise.

Dans sa communication d'avril 1998 intitulée "Le capital-investissement: clé de la création d'emplois dans l'Union européenne"<sup>150</sup>, la Commission identifie les six obstacles qui inhibent les marchés européens de capital-risque:

- la fragmentation des marchés;
- les cadres institutionnels et réglementaires;
- la fiscalité;
- la pénurie de PME de haute technologie dans l'UE;
- le manque de ressources humaines;
- les barrières culturelles.

En plus du manque de transparence du marché du capital-investissement et de la corrélation limitée entre risque et rendement, l'Union européenne se caractérise par un esprit d'entreprise relativement faible. Cette lacune démontre clairement la nécessité d'améliorer les conditions et la disponibilité du capital-investissement sur les marchés européens. Les activités transfrontalières de l'UE sont limitées en nombre et donnent lieu à des affaires de taille relativement faible.

Afin de parvenir à la création d'une dynamique du capital-risque tout au long du cycle de vie de l'entreprise et de l'orienter davantage vers des risques plus élevés et des secteurs d'investissement de haute technologie, il faut prendre des mesures communautaires dans les buts suivants:

- améliorer le développement des marchés boursiers spécialisés et leur accès;
- promouvoir l'esprit d'entreprise dans les systèmes d'éducation et de formation;
- diminuer toutes les barrières administratives et faciliter le démarrage d'entreprises, en particulier dans d'autres États membres;
- accroître les incitations fiscales pour les investissements initiaux;
- développer la mise en réseau et le regroupement entre les universités, les centres de recherche et les spécialistes et conseillers financiers;
- créer un régime formel pour les "business angels";
- promouvoir les programmes innovants d'actionnariat des salariés;
- mettre en place des incitations pour l'embauche au profit des entreprises en phases initiales.

*La Communauté met aussi en œuvre un certain nombre de programmes financiers pour stimuler la mobilisation de capital en faveur des sociétés innovantes dans les domaines où l'investissement privé manque: capital d'amorçage (nouvelle initiative CREA en faveur des capitaux d'amorçage, lancée par la Commission en novembre 1998); innovation (projet pilote "Investissement dans l'innovation et la technologie" (I-TEC), et autres mesures promouvant la coopération entre sources de financement, chercheurs et industrie dans le cadre du programme-cadre de recherche et développement); création de PME (dans le cadre de l'initiative de Luxembourg pour la croissance et l'emploi, qui*

---

<sup>150</sup> SEC(98)552.

*comporte trois volets: un mécanisme de capital-investissement (programme "aide au démarrage" du MET), un dispositif de contribution financière à la création d'entreprises communes transnationales ("Joint European Venture"), et une facilité de garantie ("Mécanisme de garantie PME"). Les Fonds structurels communautaires, et notamment le Fonds européen de développement régional (FEDER), cofinancent, grâce à des programmes opérationnels pluriannuels, les initiatives des États membres destinées à faciliter l'accès des PME au capital-risque dans les régions les moins développées de l'Union. En outre, le Fonds européen d'investissement (FEI) joue un rôle de catalyseur dans le financement des fonds de capital-risque spécialisés dans les investissements de départ et dans les technologies, tandis que la Banque européenne d'investissement (BEI) constitue une source de financement déterminante grâce à ses nouvelles opérations de partage des risques, que le Conseil européen de Cologne a appelé à renforcer en demandant qu'un 1 milliard d'euros supplémentaires soient mis de côté à cet effet pour la période 2000-2003. [COM(1999)493-FR]*

Outre des mesures au niveau communautaire, des initiatives ont été prises dans certains États membres afin de mettre sur pied des fonds de capital-risque en vue d'investissements dans des entreprises de haute technologie. Ces fonds visent à favoriser un accroissement des investissements dans des "start-up". Les fonds de capital-risque, gérés par des sociétés du secteur privé, attirent des capitaux de sources variées, des gouvernements aux institutions financières. Ainsi, les fonds ne sont pas alloués directement aux entreprises mais les investissements finissent par leur profiter. Le fait que des financements de différentes sources soient regroupés dans un fonds de capital-risque évite les problèmes associés aux aides d'État directes.

Néanmoins, dans certains pays européens, le capital-risque est largement dominé par le secteur public. Mais le gouvernement n'est pas équipé pour s'occuper du capital-risque à haut risque: d'abord, parce qu'il ne peut intervenir dans le processus de gestion des start-up et, ensuite, parce que les administrateurs gouvernementaux sont souvent confrontés à des pressions politiques pour investir dans des projets précis et des domaines cruciaux. Il vaut mieux encourager la création d'un environnement fiscal pour l'implication du secteur privé: la base d'imposition doit être élargie et les taux d'imposition réduits.

Les petites et moyennes entreprises sont le moteur de la main-d'œuvre. Les PME occupent les trois quarts de la main-d'œuvre de la Communauté, et d'aucuns estiment qu'une partie considérable du capital-investissement investi est allouée au processus de recrutement. Des plus, les investisseurs informels tels que les "business angels" ou les incubateurs<sup>151</sup> ciblent mieux les investissements que les investisseurs formels. Pour cette raison, les propositions de mise sur pied d'un système de capital-investissement public ne sont pas une bonne idée, même dans les secteurs qui manquent de capitaux privés. Dans tous les cas de financement public, les avantages potentiels doivent être mis en balance avec le risque de distorsion du marché et le risque d'évincement du secteur privé.

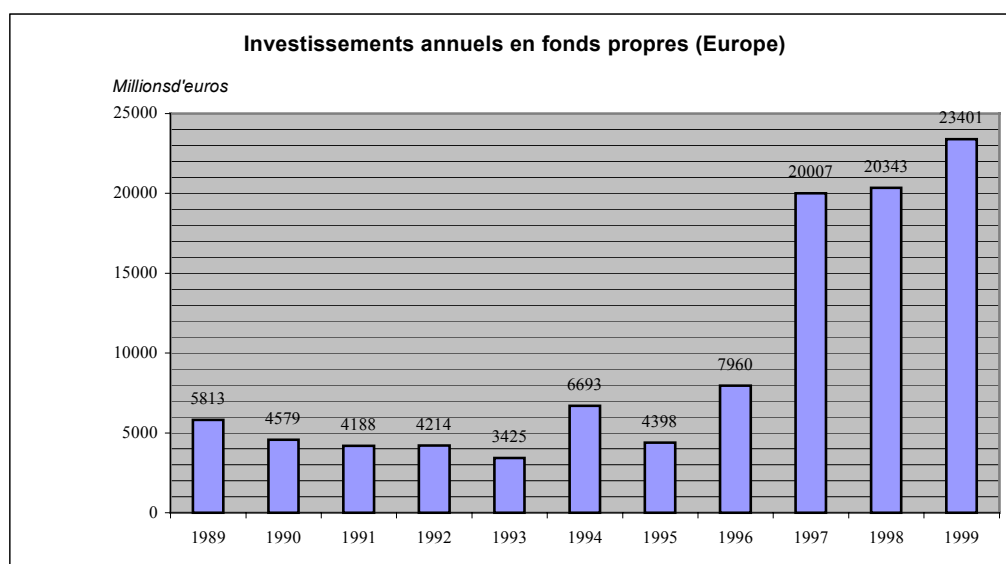
<sup>151</sup> *Un incubateur prend de nouveaux entrepreneurs sous son aile en s'impliquant dans chaque phase du développement de son entreprise. En contrepartie, l'incubateur reçoit la même participation en actions que les fournisseurs de capital-risque mais à un prix inférieur car il investit ses fonds dans l'entreprise plus tôt qu'eux. La plupart des incubateurs gèrent chez eux le démarrage de l'entreprise en lui offrant des bureaux, des équipements, des conseils, du personnel et des fonds. Cette approche pratique vise à faire mûrir l'entreprise qui pourra par la suite quitter l'incubateur en tant qu'entité économique autonome. Si la start-up ne parvient pas à obtenir une deuxième vague de financement après un certain temps, compris entre 6 mois et un an, l'incubateur le laisse entrer seul dans la bataille.*, <http://www.ft.com/specials/sp9a42.htm>

### 1. Accès aux marchés boursiers spécialisés

Afin d'assurer le développement des entreprises à forte croissance, il est crucial qu'elles accèdent à des marchés boursiers spécialisés pour pouvoir négocier leurs actions. Les concentrations envisagées récemment entre des places boursières européennes dans le but de créer un marché paneuropéen de valeurs à forte croissance et de valeurs sûres pourraient sensiblement réduire la fragmentation des marchés européens et entraîner une spécialisation plus poussée. La fragmentation est une caractéristique qui a toujours préoccupé les investisseurs et constitué un avantage relatif pour les États-Unis. L'EASDAQ<sup>152</sup>, l'AIM<sup>153</sup>, l'Euro-NM<sup>154</sup> et d'autres marchés de capitaux contribuent à augmenter la spécialisation des marchés et à instaurer une tendance à passer d'une approche nationale à une approche sectorielle et spécialisée.

Afin d'accéder aux marchés des capitaux, même les PME doivent garantir un niveau élevé de transparence. Elles doivent fournir des états financiers normalisés, une documentation et des publications uniformes et avoir accès à des services de consultance pour pouvoir entrer en bourse. L'harmonisation est nécessaire pour les règles comptables, les règles fiscales et les plates-formes boursières.

**Graphique 10**



Source: EVCA, Annuaire 2000

L'une des grandes différences entre les **investisseurs en ligne** américains et européens réside dans le fait que les seconds sont plus sophistiqués mais moins nombreux que les premiers. En général, les investisseurs en ligne européens investissent sur des marchés américains. Les investisseurs américains ne sont quant à eux pas nécessairement sophistiqués mais ils sont plus nombreux et investissent davantage.

L'Internet permet la consultation d'informations sur le capital-investissement et parfois la possibilité d'acquérir directement des fonds en ligne. Le récent développement de la

<sup>152</sup> European Association of Securities Dealer Automated Quotation - Bruxelles.

<sup>153</sup> Il s'agit de l'Alternative Investment Market de la bourse de Londres.

<sup>154</sup> Alliance entre Nouveau Marché (Paris), Neuer Markt (Francfort), Nouveau Marché (Bruxelles) et Nieuwe Markt (Amsterdam).

négoce électronique d'actions par le biais des réseaux électroniques de communication (ECN) aidera les entreprises à entrer en bourse et à négocier leurs actions sans tenir compte des fuseaux horaires ni des frontières, et réduira le coût de la levée de capitaux.

L'Internet est très utilisé pour la négociation d'actions cotées en bourse (par exemple, courtage en ligne ou négociation en ligne) ainsi que pour la première introduction sur le marché. Il permet d'abaisser les coûts de garantie, de mise en service et des services de consultance juridique, et autorise une grande souplesse. Ces systèmes renforcent la "culture de l'actionnariat" de la société. Les systèmes de négociation en ligne les plus utilisés peuvent être divisés en deux catégories.

- Les systèmes de la première catégorie sont centrés sur la reconnaissance vocale du client et peuvent fonctionner depuis tout téléphone fixe ou mobile sans frais téléphoniques supplémentaires. Ils permettent la prestation de services bancaires et de négociation.
- La seconde catégorie de systèmes, accessible sur réseau électronique, consiste en un logiciel qui permet de suivre en temps réel les évolutions des cotations sur les places boursières internationales. Ce logiciel était précédemment réservé aux courtiers professionnels.

Depuis 1995, la négociation en ligne a connu une croissance exponentielle aux États-Unis et en Europe, même si, en termes relatifs, l'approche américaine a été beaucoup plus large. Cette évolution a engendré deux grandes préoccupations. La première concerne la nécessité de mener une campagne d'information portant sur la façon de choisir et de gérer les investissements en ligne.

La seconde préoccupation a trait aux sites web qui fournissent des conseils sur la façon d'investir en ligne, le choix des titres et la raison de leur choix. La difficulté consiste à séparer la fonction de courtage de la fonction de consultance. La première fonction comprend une implication directe dans l'investissement de fonds, et les courtiers doivent d'ailleurs être agréés à cet effet. Ceux qui se bornent à donner des conseils n'ont en revanche pas besoin d'un agrément. Cependant, en pratique, il n'est pas facile de distinguer ces deux fonctions: à partir de quel point doit-on supposer que la fourniture de conseils implique une certaine responsabilité? Le fait que les autorités de contrôle ne sont pas compétentes concernant les services de consultance constitue peut-être un point faible du système actuel de réglementation des marchés des valeurs mobilières.

## 2. Fiscalité

Les dispositions fiscales applicables au capital-investissement et aux actions sont cruciales car elles déterminent la propension à investir, tant du côté de la demande que de celui de l'offre. En Europe, l'imposition des emprunts est en général plus légère que celle qui frappe les revenus d'actions, et le continent est plus tributaire du financement par emprunts que du financement par actions. Cette situation crée une possibilité d'inverser la situation actuelle en diminuant l'imposition des revenus d'actions (dividendes) et ainsi d'augmenter l'incitation fiscale pour l'investissement à risque. Cette possibilité s'inscrirait dans le droit fil de l'objectif général de promotion de l'esprit d'entreprise et de la création d'emplois.

L'impôt sur les plus-values a également une incidence sur le taux de rendement des investissements, et influence les décisions d'investissement prises par les investisseurs privés et institutionnels. De plus, il affecte toute rémunération constituée par des actifs. Les "start-up", qui ne sont pas en mesure de payer des salaires élevés, proposent souvent des **options d'achat d'actions** en tant qu'élément de la rémunération.

Ces options d'achat donnent au salarié le droit, mais pas l'obligation, d'acheter à prix fixe une quantité précise d'actions de la société qui l'occupe. Ce droit doit être exercé dans un délai spécifique. Ces dispositifs accroissent la motivation et la productivité des salariés parce qu'ils créent un lien direct entre la rémunération perçue par le salarié et les performances de l'entreprise. De plus, ils encouragent la coopération et le partage d'informations au sein de l'entreprise. Au niveau européen, de tels dispositifs contribuent au développement de formes plus participatives d'organisation du travail<sup>155</sup>. Les options d'achat d'actions sont très répandues parmi les entreprises de haute technologie. Elles sont un outil permettant d'attirer les talents, les entreprises en phase de démarrage n'ayant pas les moyens de payer des salaires élevés. Elles encouragent aussi la souplesse de la rémunération.

Toutefois, les options d'achat d'actions ont peu de succès en Europe en raison des régimes fiscaux qui leur sont défavorables (et des réticences de l'actionnariat, en particulier dans les entreprises "familiales"). À propos du système fiscal actuel, deux aspects sont à prendre en considération.

- Le premier aspect concerne **le moment auquel l'investisseur devient redevable de l'impôt**. Selon le régime fiscal, les impôts sur les options d'achat d'actions peuvent être payables sur l'octroi de l'option, sur la levée de l'option ou sur la vente des actions concernées. Dans les deux premiers cas, le bénéficiaire devient redevable de l'impôt avant de recevoir tout avantage.
- Le deuxième aspect concerne **le type d'impôt** dont est redevable le bénéficiaire. L'impôt sur le revenu est souvent plus élevé que l'impôt sur les plus-values<sup>156</sup>. Cela signifie que l'imposition des options d'achat d'actions les rend peu attrayantes pour les salariés. Le régime fiscal le plus approprié consiste à rendre le bénéficiaire redevable de l'impôt sur les plus-values résultant de la vente des actions concernées<sup>157</sup>.

### 3. Les "business angels"

Les investisseurs plaçant des fonds dans des "start-up" peuvent espérer un rendement spectaculaire, mais cette éventuelle importante rémunération de l'investissement reflète les risques qui y sont associés: 80% de ces entreprises ne passent pas le cap de la viabilité. De plus, les fonds de capital-risque doivent habituellement investir des montants considérables pour évaluer le projet d'entreprise, la technologie, le marché et l'équipe de gestion, et pour superviser le processus dans son ensemble.

Pour les montants plus faibles, les "business angels" sont la meilleure source de fonds. Étant des particuliers dotés de savoir-faire et, généralement, d'expériences personnelles des affaires qui les intéressent, ils sont d'accord de prendre le risque d'investir tant des ressources financières que du temps et de l'expertise dans des entreprises très jeunes. Ces riches particuliers ont souvent été entrepreneurs eux-mêmes. Ils sont nombreux en Finlande, aux Pays-Bas et au Royaume-Uni.

Néanmoins, le mécanisme de marché actuel permettant de faire correspondre la demande et l'offre des "business angels" est inefficace et aléatoire. Contacter un "business angel" est en général difficile et demande beaucoup de temps. Il faudrait mettre sur pied un réseau actif tel

<sup>155</sup> Commission européenne, *Économie européenne*, "Le capital-investissement: mise en œuvre du plan d'action", n° 12 - décembre 1999.

<sup>156</sup> Impôt sur la différence entre le prix de vente et le prix de levée de l'option d'achat d'actions.

<sup>157</sup> Commission européenne, "Les marchés du capital-investissement: clé de la création d'emplois en Europe. De la fragmentation à l'intégration", *Euro papers*, n° 32, janvier 1999.



que le "European Business Angels Network" (EBAN) et un site web destiné aux "business angels". La création d'un site web à guichet unique pour le capital-investissement est importante car un tel site constituerait un point d'accès unique à la disposition des projets à la recherche de capital-risque et des différentes sources de capitaux disponibles dans la Communauté.

En l'absence de "business angels", soit en raison d'un manque d'intérêt pour les activités concernées, soit à cause de leur nombre limité, l'épargne des particuliers et les emprunts constituent une société de rechange.

#### **4. Le regroupement**

Le regroupement consiste à mettre ensemble les personnalités impliquées dans le processus de levée de capital-risque, des chercheurs universitaires aux fournisseurs de capital-risque en passant par les marchands. En particulier, le lien avec la recherche académique et industrielle est la source principale du potentiel de nouvelles entreprises et de nouveaux emplois.

La quasi-absence de cette dynamique en Europe a deux effets directs.

1. Beaucoup de bonnes idées européennes finissent par être exploitées aux États-Unis, où les conditions leur sont plus favorables.
2. Les PME sont loin de réaliser pleinement leur potentiel de création d'emplois.

Il importe d'élaborer un mécanisme permettant de maintenir les capacités financières et l'esprit d'entreprise de l'Union. Cet objectif peut s'atteindre de différentes façons:

- ◆ en développant le marché européen du capital-risque;
- ◆ en attirant le capital-risque étranger;

en appliquant ces deux mesures afin de créer un marché *international* du capital-risque dans le cadre duquel le capital-risque provient de sources internationales.

#### **5. Les systèmes d'éducation et de formation**

Les Européens économisent beaucoup plus que les Américains mais la volonté d'investir cette épargne et les mécanismes le permettant sont inexistantes.

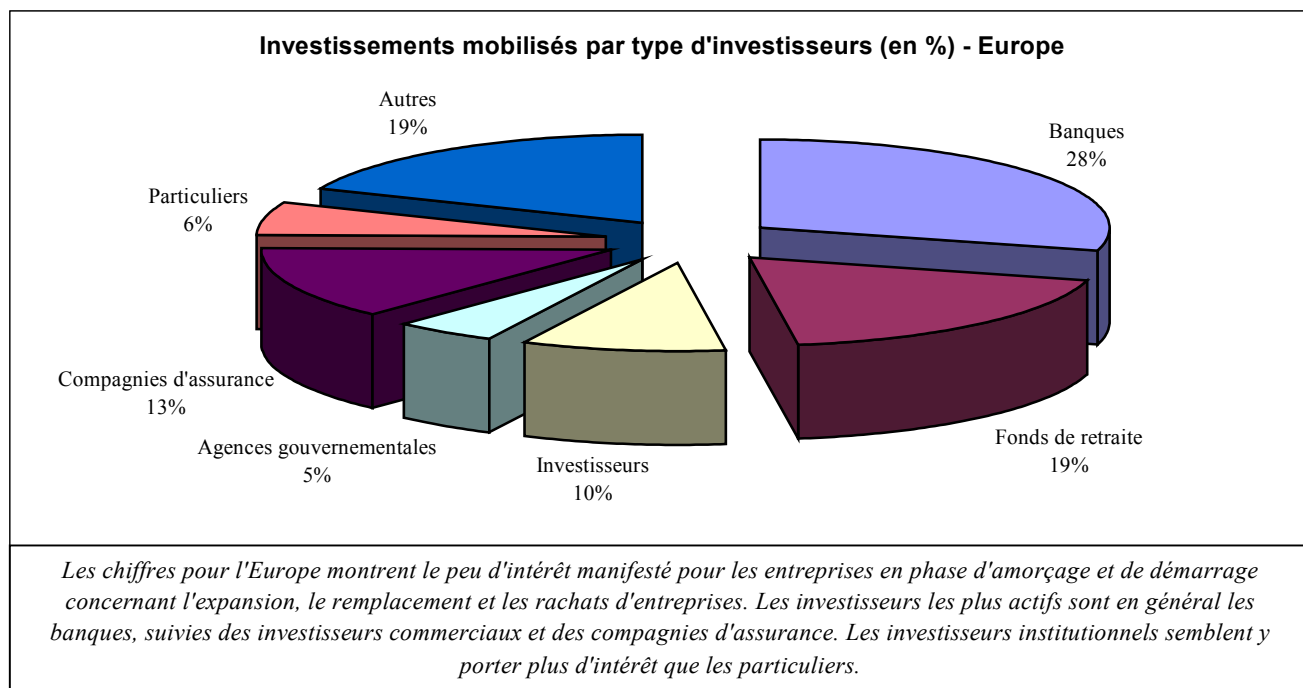
Un des problèmes des investisseurs européens est leur aversion pour les risques, un sentiment qui se renforce de soi-même. La propension à investir est habituellement liée aux attentes de rendements élevés. En présence d'une aversion pour les risques, l'investissement ne sera possible que si l'on s'attend à des rendements très élevés. Mais plus ces attentes sont placées haut, moins il est probable qu'elles se réalisent. L'écart entre le rendement réalisé et les attentes de rendement finit par renforcer l'aversion pour les risques chez les investisseurs.

La forte aversion pour les risques ressentie par les investisseurs européens a plusieurs causes.

- ◆ Le cadre juridique et fiscal décourageant applicable au capital-risque.
- ◆ La pénalisation excessive de l'échec, qui est considéré comme un signe d'incapacité ou de prise de risques exagérée de la part du management, et non comme une sorte d'apprentissage par la pratique.
- ◆ Les salariés répugnent à quitter un emploi sûr pour fonder une entreprise.
- ◆ Les pays du Sud de l'Europe comme l'Italie ont une culture axée sur les petites entreprises familiales qui place un accent excessif sur le maintien du contrôle du processus décisionnel. Les fournisseurs de capital-risque ne sont pas les bienvenus à cause de la crainte de perdre ce contrôle à leur profit.

Ces facteurs expliquent en partie pourquoi, en Europe, les PME sont sous-capitalisées et que leur niveau d'endettement est en moyenne deux fois supérieur à celui de leurs fonds propres. Outre le manque de marchés de capital-risque spécialisés, les entrepreneurs n'ont en général guère envie de laisser des étrangers acquérir des actions dans leurs entreprises.

**Graphique 11**



*Source: European Venture Capital Report*

L'absence d'une culture de l'actionnariat parmi les investisseurs européens et leur préférence pour les titres d'emprunt, plus sûrs, expliquent pourquoi les placements en assurance-vie et surtout en dépôts sont disproportionnés en Europe.

De plus, l'esprit d'entreprise a toujours eu une mauvaise visibilité dans les systèmes d'éducation européens, bien que les choses s'améliorent. Dans le groupe des 14-18 ans, des "négociateurs juniors" commencent à apparaître, pratiquant l'une des activités les plus risquées et rentables qui soient: le "stock picking" en bourse. Les jeunes investisseurs reçoivent en général un capital de base de leurs parents et sont responsables de sa gestion.

L'introduction dans les écoles de cours de gestion et de négociation boursières constitue l'une des meilleures initiatives américaines que l'on devrait appliquer en Europe. Dans ce cadre, il faudrait organiser des activités de simulation afin de permettre l'acquisition de connaissances sur les règles de négociation, ainsi que des concours entre jeunes négociateurs de différentes écoles ou universités.

Afin d'exploiter les potentialités des technologies de l'information, la Communauté doit instaurer et diffuser à grande échelle un esprit d'entreprise, et renforcer les qualifications et le niveau de connaissances techniques des salariés et de la main-d'œuvre potentielle. Dans les secteurs qui nécessitent de hautes qualifications, les vacances d'emploi dépassent l'offre en raison du manque de travailleurs qualifiés. Le secteur des technologies de l'information<sup>158</sup> est

<sup>158</sup> Téléphonie mobile, télévision numérique, Internet, services audiovisuels, réseaux informatiques, télédistribution de réseaux optiques, etc.

l'un des plus dynamiques de la Communauté et représente à l'heure actuelle plus de 15% de son PIB. Il connaît de plus une croissance supérieure à celle d'autres secteurs. Ce secteur présente un haut potentiel d'emploi parce qu'il ouvre de nouvelles portes pour les entreprises. De nouveaux marchés à créneau apparaissent, amenant la nécessité de trouver de nouveaux opérateurs.

Depuis une dizaine d'années, le nombre de départs de travailleurs qualifiés d'Europe vers les États-Unis s'est accru. Une action structurelle est donc nécessaire pour les jeunes et les plus âgés: formation pour les uns et recyclage pour les autres. Ces deux aspects sont d'ailleurs liés: la requalification des travailleurs plus âgés sera facilitée par l'acquisition d'habitudes de flexibilité lors de formation initiale. Les résultats obtenus peuvent également améliorer le niveau général de l'esprit d'entreprise.

Les produits des technologies de l'information doivent aussi être offerts à bas prix afin de permettre un niveau de pénétration élevé dans toutes les couches de la population. Le prix de ces produits et leur évolution rapide restent l'un des obstacles majeurs à leur diffusion.

Finalement, des restructurations significatives se déroulent actuellement au niveau des méthodes de travail des entreprises. Les différences hiérarchiques sont amenuisées et la priorité accordée au travail de groupe et à l'autonomie individuelle. Les entreprises demandent la "polyvalence des compétences" et davantage de responsabilité personnelle. Ces exigences induisent à leur tour une grande mobilité du marché de l'emploi, la nécessité de la formation continue et des changements d'emplois.

Il n'en reste pas moins que le marché européen manque encore de ce type de formation et ne permet pas un accès aisé aux nouvelles technologies. Il en résulte que la main-d'œuvre n'est pas qualifiée pour la nouvelle économie émergente.

### ***6. Le fardeau administratif***

En Europe, le lancement d'une entreprise est entravé par une série de procédures administratives. Le fardeau administratif y est deux à trois fois plus lourd qu'aux États-Unis, en particulier dans des pays du Sud tels que l'Italie, la Grèce et l'Espagne ainsi que dans certains pays du Nord, par exemple le Danemark ou le Luxembourg. Cette lourdeur administrative a un effet négatif direct sur la conservation de l'avantage temporel qu'a une nouvelle entreprise, et indirect sur son budget initial.

Il est préférable d'introduire des contrôles plus stricts lors de l'installation de l'entreprise que d'en entraver sa constitution initiale. On favorise ainsi la formation de capital-investissement. Il en va de même pour les besoins minimaux en formation de capital, qui sont parfois prohibitifs pour les nouvelles entreprises n'ayant pas encore accumulé de capital.

Cette situation a des racines culturelles. Les entreprises et les classes politiques américaines et européennes emploient des approches mentales différentes.

Aux États-Unis, le développement des entreprises et la création de valeur économique sont considérés comme des objectifs fondamentaux, la création d'emplois en étant un effet indirect. Cette attitude soutient une approche de l'innovation moins défiante du risque. En Europe, c'est l'objectif social qui prime, la création de nouvelles entreprises étant davantage considérée comme un instrument qui permet de générer des emplois que comme une fin en soi. Comme les objectifs sociaux nécessitent une approche plus conservatrice, le comportement d'aversion pour les risques est plus fort et les conditions d'enregistrement administratif et de demande d'agrément plus compliquées. Aux États-Unis, les charges administratives relativement

légères stimulent la croissance des entreprises tandis qu'en Europe, ce fardeau plutôt lourd est conçu pour protéger les salariés.

Pour changer la situation en Europe, il faut donc changer l'approche politique. Et s'il faut réduire le rôle de l'intervention nationale en économie<sup>159</sup>, ce rôle doit être repris par le secteur privé.

Afin d'éviter la réglementation et les charges excessives, en particulier pour les PME, il est crucial de promouvoir une simplification de la réglementation. Le commerce a besoin d'un cadre législatif stable, transparent et accessible, assez souple pour faciliter la création d'entreprises et stimuler l'investissement et l'innovation. L'initiative "Simplifier la législation relative au marché intérieur" de la Commission vise à augmenter la transparence, à mettre sur pied une consultation plus systématique entre les États membres et à renforcer la cohésion entre les différentes initiatives législatives nationales dans l'UE.

### **7. Création d'emplois**

Les fournisseurs de capital-risque ne se contentent pas d'injecter de l'argent dans une entreprise et d'attendre le rendement. Ils s'impliquent en devenant membres du conseil d'administration et conseillers de gestion afin de participer à la définition des plans d'entreprise. Des investisseurs de ce type doivent cependant recevoir une rétribution juste pour les risques qu'ils prennent.

Le capital-risque ouvre des portes pour les jeunes désireux de mettre en œuvre des idées innovantes. Il ouvre aussi de nouvelles perspectives pour les générations plus âgées dotées d'expérience. L'effet de levier du capital-risque est important.

Les investisseurs limitent leur perte éventuelle au montant de leur investissement mais peuvent obtenir un rendement trente ou quarante fois supérieur à leur mise si l'investissement est fructueux.

Une approche prudente n'est pas possible parce que, dans le cas d'une start-up, il n'y a ni produit, ni entreprise, mais seulement quelques personnes et une idée.

Le capital-investissement est une méthode de financement non conventionnelle dans le cadre de laquelle les fournisseurs de fonds prennent plus de risques qu'en cas de financement classique<sup>160</sup>. Une garantie ou un nantissement adéquats sont rares dans le cas d'un investissement en capital-risque. Le rendement potentiel, incertain, dépend du potentiel de croissance des affaires. D'un autre côté, les prêteurs classiques perçoivent en général leur rendement sous la forme de charges d'intérêts et de remboursements programmés.

Comme le risque de placement est élevé pour un seul particulier, il est beaucoup moins risqué de faire partie d'un groupe d'investisseurs diversifiés intervenant dans un groupe d'entreprises diversifié. Ainsi, ils n'investissent jamais dans un produit unique mais dans un ensemble d'entreprises et de produits qui disposent d'un vaste marché potentiel.

Il existe aussi l'obstacle selon lequel les fournisseurs de capital-risque ne peuvent investir en raison du fait que les entreprises ne peuvent absorber assez de ressources financières pour faire une différence dans le portefeuille des investisseurs.

Lorsque des fournisseurs de capital-risque placent des fonds dans de jeunes entreprises, les performances du marché des premières émissions publiques n'affectent pas leur décision. Le cours auquel ils investissent est plus déterminant que le montant de l'investissement parce que

---

<sup>159</sup> Politique de privatisation, réforme des pensions, degré de contraintes législatives, etc.

<sup>160</sup> Par exemple, les banques dans le cas d'une autorisation de crédit ou les détenteurs d'hypothèque.

les "start-up" ont besoin de plusieurs années pour développer leurs produits et d'un délai encore plus long pour consolider leurs ventes afin d'entrer en considération pour une première émission publique. Comme une entreprise dans laquelle on investit aujourd'hui ne pourra franchir cette étape que dans plusieurs années, la situation actuelle du marché des premières émissions publiques n'importe pas.

Le simple fait que le Nasdaq américain est plus liquide que les bourses européennes de même taille attire les entrepreneurs qui veulent développer leurs affaires. Pour cette raison, les premières émissions publiques effectuées aux États-Unis mobilisent en moyenne plus de capitaux que des opérations équivalentes en Europe.

L'interdépendance entre les apports de capitaux propres et les marchés des capitaux est essentielle. La plupart des entreprises soutenues par du capital-risque sur des marchés à forte croissance évoluent naturellement vers une première émission publique. Même si les entreprises très innovantes n'ont pas la possibilité de créer beaucoup d'emplois, ceux qu'elles créent sont en moyenne des emplois stables et de haute qualité. De plus, lorsque le processus d'innovation finit par devenir constant, le potentiel d'emploi augmente rapidement lors des stades de développement ultérieurs de l'entreprise concernée. Des salaires plus élevés sont offerts pour attirer des travailleurs plus qualifiés.

Les "start-up", les affaires naissantes, les petites et moyennes entreprises à forte croissance, les entreprises basées sur les technologies et la R&D ont plus de mal à trouver un financement adéquat, surtout en raison de leur potentiel de risque plus élevé.

Le capital-risque présente l'avantage qu'il n'accroît pas la charge financière de l'entreprise puisque les fonds ne doivent pas être remboursés. Du point de vue de l'entreprise, les nouveaux fonds ne représentent qu'un changement dans la structure de l'actionnariat.

Les deux marchés des capitaux les plus développés en Europe sont les marchés allemand et britannique. Ce dernier se caractérise par un emploi significatif de capitaux pour financer des rachats d'entreprises de type MBO ou MBI<sup>161</sup>. Moins de 5% sont utilisés pour les financements d'entreprises en phases initiales tandis que, en Allemagne, cette valeur est beaucoup plus élevée. Le financement d'expansion<sup>162</sup> et le financement par crédit relais<sup>163</sup> sont également déterminants. Ces deux méthodes de financement concernent les stades ultérieurs du développement des entreprises.

Dans l'UE, une proportion considérable du capital-risque mobilisé est investie dans des rachats d'entreprises par ses cadres (MBO) et des opérations de restructuration d'entreprise, qui ont un impact relativement faible sur la création d'emplois ou même parfois un impact négatif. Par comparaison, les investissements dans des entreprises en phase initiale induisent la création de nombreux emplois peu qualifiés ou hautement qualifiés. Ces emplois se révèlent en général durables, pour autant que l'entreprise réussisse.

Les entreprises européennes investissent trop peu dans la "nouvelle économie" et créent donc peu d'emplois. Mais le volume faible de l'investissement ne constitue pas le seul problème. La

---

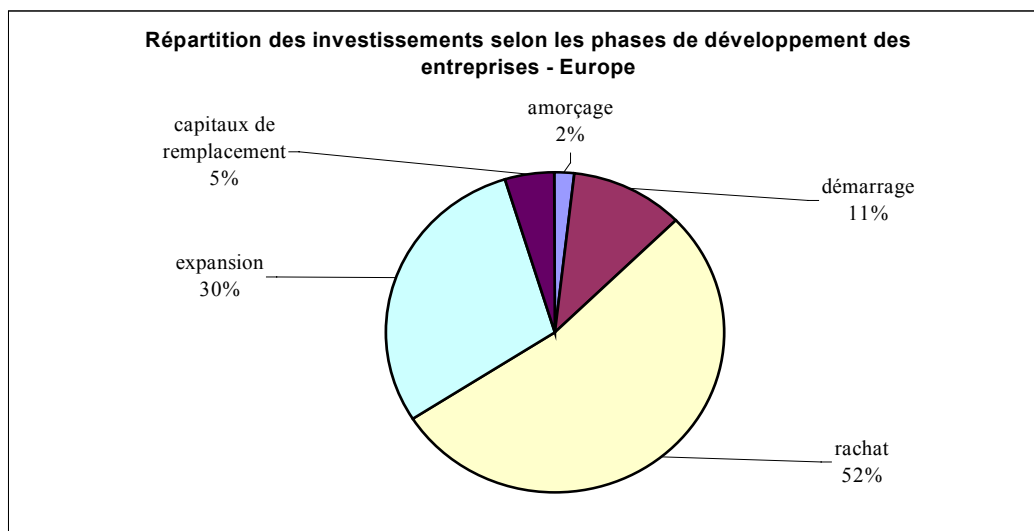
<sup>161</sup> Rachat d'une entreprise au moyen de fonds empruntés. Dans le cas d'un rachat de type "MBO", l'entreprise ou la succursale est rachetée par les personnes qui la gèrent. Dans le cas d'un rachat de type "MBI", un manager ou un groupe extérieur achètent une entreprise avec le soutien d'investisseurs privés apportant des fonds propres.

<sup>162</sup> Fonds employés lorsqu'une entreprise est florissante afin de permettre la poursuite de la croissance et de l'expansion.

<sup>163</sup> Fonds requis par une société privée pour s'introduire en bourse.

plupart des entreprises ne réorganisent pas leurs procédures internes afin d'exploiter et de suivre le nouveau potentiel technologique de l'investissement qui *est* pourtant effectué.

**Graphique 12**



*Source: European Venture Capital Report*

Par exemple, la plupart des entreprises élaborent des pages web mais seulement un quart d'entre elles ou moins mettent également sur pied des possibilités de commerce en ligne. Ce constat s'applique à l'Europe et même aux États-Unis. Les nouvelles technologies sont surtout utilisées pour automatiser et accélérer les opérations et les processus internes, sans envisager de changements des systèmes de gestion ni d'éventuelles applications hors de l'entreprise.

L'une des idées les plus innovantes consiste à attirer et offrir en ligne du capital-risque. Cette possibilité permet d'obtenir facilement une vue d'ensemble des potentialités car les entreprises sont classées en fonction de leur développement, leur taille, leur situation géographique et leur stratégie concurrentielle. Grâce à cette différenciation, l'on peut créer en ligne des marchés spécialisés pour faire correspondre l'offre à la demande. Ces dernières années, les entreprises de l'UE actives dans le domaine des technologies de l'information ont obtenu l'équivalent d'un tiers du total du capital-risque placé aux États-Unis, ce qui a eu une incidence directe sur le potentiel de croissance de l'emploi.

Dans cet environnement évoluant rapidement, la situation présentée ne se traduit pas toujours par des avantages pour toutes les parties. Sur le plan international, les syndicats sont confrontés à un déclin de leur nombre d'affiliés et de leur influence. Dans les entreprises du domaine des nouvelles technologies – technologies de l'information et des communications, médias et logiciels – les syndicats sont quasi inexistantes. La réalité du travail change: d'un système classique de rémunération salariale, l'on passe à un système fondé sur le travail indépendant à rémunération basée sur la performance. La semaine des 35 à 40 heures devient une semaine de 50 à 60 heures.

Le cheval de bataille traditionnel des syndicats – l'opposition du travail au capital – perd de son importance. Les salariés détiennent souvent des actions de l'entreprise qui les occupe. Les propositions relatives aux systèmes de retraite en Europe montrent que les syndicats ont commencé à s'adapter à l'environnement changeant.

Les syndicats ne doivent plus se contenter de viser l'octroi de hausses salariales mais également la flexibilité de la rémunération et l'égalité des chances en matière d'éducation. Pour la main-d'œuvre, la formation sera l'une des sources majeures de compétences, lesquelles représenteront l'atout le plus important des travailleurs dans l'économie du savoir.

### **8. Tendances futures**

Le marché européen est mené par la finance des acquisitions. Le marché du crédit et le marché obligataire apportent une gamme de produits de financement complémentaires, les crédits servant au financement immédiat des concentrations et des acquisitions, et le marché obligataire permettant le refinancement à long terme à des stades successifs.

La conjoncture actuelle oblige les entrepreneurs européens à dépendre des emprunts bancaires pour le lancement de leurs entreprises. Cette dépendance est particulièrement inappropriée et inefficace dans le cas des "start-up", pour lesquelles la marge brute d'autofinancement est susceptible d'être limitée, voire négative. Les services bancaires ont le désavantage d'être moins souples sur le plan des tarifs et des délais, plus chers, et ils n'offrent en général pas de fonctions de consultance comparativement au capital-risque.

Différentes méthodes de financement, comme l'utilisation de la titrisation et du tutorat, augmentent leur importance relative. Le "tutorat"<sup>164</sup> est une initiative que l'Europe soutient ardemment parce que les établissements financiers doivent mettre en œuvre des instruments

plus flexibles tels que les microcrédits pour les caisses de crédit, les banques d'épargne ou les investisseurs informels, cela dans le but de soutenir les PME ou d'autres secteurs économiques ainsi que les entreprises de haute technologie.

Le recours à la titrisation – le processus consistant à rassembler des fonds pour un client en vendant ses titres plutôt qu'en lui prêtant de l'argent directement – se généralise rapidement et peut constituer une méthode de financement complémentaire, même pour les petites et moyennes entreprises. Cette méthode présente l'avantage de son coût relativement faible, l'accès au marché obligataire pouvant être très cher pour les sociétés peu cotées. Celles-ci doivent en fait payer des primes élevées aux investisseurs en raison du risque de crédit plus élevé, tandis que les sociétés très cotées peuvent lever des fonds sur le marché obligataire sans devoir payer des primes élevées.

Comparé à celui des États-Unis, le marché européen de la titrisation n'est pas homogène. Les entreprises américaines peuvent regrouper des actifs libellés dans la même devise que celle qui est utilisée pour l'émission d'obligations. Même si l'emploi de l'euro pour ce marché peut remédier à cet inconvénient, les régimes réglementaires des États membres présentent encore des divergences.

Les investisseurs de capitaux exigent surtout de pouvoir diversifier leur portefeuille de manière à réduire le risque général tout en bénéficiant d'un taux de rendement adéquat. Ils doivent pouvoir atteindre un équilibre net positif entre la réussite et l'échec.

Dans ces circonstances, les entreprises doivent, afin d'attirer les investisseurs, respecter les normes de publicité, de transparence et de gestion d'entreprise. Cela s'avère cependant

---

<sup>164</sup> Relation protégée favorisant l'apprentissage et l'acquisition d'expérience, ainsi que le développement du potentiel personnel et de nouvelles compétences par le biais d'un processus dans lequel une personne, le tuteur, soutient la carrière et le développement de son ou de sa filleul(e) en dehors de la relation hiérarchique habituelle. On a de plus en plus souvent recours au tutorat pour favoriser le développement personnel/professionnel des femmes. <http://eurodic.ip.lu:8086/cgi-bin/edicbin/expert.pl>.

particulièrement difficile pour les petites et moyennes entreprises. Pour cette raison, il importe que des règles uniformes de comptabilité, de publication et de transparence soient fixées pour chaque entreprise. Par ailleurs, les marchés boursiers réglementés et les organisations réglementaires présentent une forte fragmentation. Une consolidation est nécessaire, tant au niveau du marché que des organes de surveillance, par l'établissement d'une autorité de surveillance unique qui permettrait d'améliorer la capitalisation du marché et l'uniformité des règles appliquées. Ces deux aspects sont des moteurs pour le capital-risque.

Un certain nombre de fournisseurs de capital-risque créent des consortiums pour financer des entreprises qui ont de grands besoins d'investissement. Si l'on veut que les "start-up" bénéficient aussi d'un tel soutien, il faut encourager ces consortiums à inclure également des "investissements jeunes" dans leurs portefeuilles. Ce type d'investissement, une fois la masse critique atteinte, peut permettre la diversification du portefeuille d'investissement.

Afin d'exploiter au mieux toutes les potentialités des instruments d'investissement commun employés pour le financement, des dettes subordonnées aux actions privilégiées en passant par l'apport de capitaux propres, il faut choisir l'instrument ou la combinaison d'instruments en fonction de la phase de développement de l'entreprise concernée (voir tableau 1). Il est plus facile d'acquérir une affaire qui a déjà atteint sa masse critique que d'en construire une de façon organique.

Il importe surtout de disposer de compétences locales<sup>165</sup>. En Europe, les fournisseurs de capital-risque continuent à chercher un moyen d'acheter des entreprises à bon prix. Stimulés par les bonnes performances récentes des entreprises basées sur l'Internet, des incubateurs recherchent souvent des accords leur permettant de fournir des fonds, des développements techniques et des services de recrutement de cadres à des entreprises de ce secteur.

**Tableau 1 Types d'investissement en capital-risque**

Types d'investissement en capital-risque	Exemples d'utilisation
Achat de valeurs (actions)	Croissance, expansion et R&D
Emprunts (dettes)	Opérations (acquisitions, etc.)
Combinaison d'actions et d'emprunts	Lancement de produits, etc.

Les banques d'investissement sont peut-être les nouvelles venues dans le secteur. Traditionnellement, on les payait pour leurs services de consultance, de gestion et de garantie et pour lever des capitaux destinés à financer des activités. De plus, certaines de ces banques commencent à entrer en concurrence avec des fonds de capital-risque dans le but de conserver leur fonction de consultance et de fournir des financements mais aussi d'acquérir une part des actions. Les banques d'investissement ne sont cependant des sources de financement adéquates que pour les entreprises déjà développées.

Si l'on considère le côté de la demande, la difficulté majeure consiste à attirer le peu de capital-risque présent sur les marchés. Attirer l'intérêt de l'investisseur est primordial et, dans ce cadre, il faut être bien centré sur le marché cible. Celui-ci doit être suffisamment étendu pour justifier l'investissement projeté. Les fournisseurs de capital-risque seront moins désireux d'investir de gros montants dans des entreprises dont le marché est limité et présente un potentiel de croissance limité. D'autre part, le fait de diriger l'attention sur des marchés qui

<sup>165</sup> *Financial Times*, "Survey: Private equity".



n'ont pas encore été exploités présentera un attrait certain. En outre, les investisseurs sont plus susceptibles d'investir dans des entreprises liées à l'environnement ou à la biotechnologie que dans des entreprises classiques.

Certaines nouvelles formes de financement, par exemple les incubateurs qui offrent en échange d'actions des fonds et une expertise aux entreprises de la nouvelle économie, ne sont pas couvertes par un cadre d'autorisation. Elles s'exposent donc à un risque de litiges en cas de non-respect des contrats. Commercialement parlant, l'absence d'un cadre législatif applicable au commerce électronique entrave donc son développement potentiel. Les facteurs qui inhibent le développement du commerce électronique sont la lenteur des connexions aux réseaux électroniques, le manque de connexions sûres, le manque de services ou produits adéquats, une connaissance insuffisante du processus et le manque de sécurité des opérations. Les deux derniers aspects cités sont particulièrement importants pour le développement du commerce électronique.

Les sociétés de capital-risque, en tant qu'agents de collecte de fonds, et les fonds de capital-risque investissent dans des entreprises. Les fonds de capital-risque sont des fonds de type fermé dotés d'une personnalité juridique. Le gestionnaire d'un fonds de capital-risque le crée en émettant des certificats permettant la levée des fonds. Un certificat de fonds de capital-risque est considéré comme une valeur mobilière. Les fonds de capital-risque ont besoin d'une législation communautaire harmonisée. Si l'on respecte le principe de l'intérêt général, la commercialisation transfrontalière de parts de fonds dans la Communauté est restreinte et ne peut atteindre sa masse critique.



## CONCLUSIONS ET PERSPECTIVES

Les services financiers – les secteurs de la banque et de l'assurance – représentent un pourcentage considérable du PIB de l'UE et ont un potentiel d'emploi élevé. Comme la situation européenne se caractérise par une fragmentation élevée tant au niveau économique que législatif, le but consiste à réaliser un mécanisme conduit par le marché afin de passer d'un cadre fragmenté à un cadre *spécialisé*, dans lequel la dimension géographique est remplacée par une *orientation sectorielle*. Cela concerne les marchés financiers tant de gros que de détail.

L'objectif à long terme de réalisation d'un marché unique des services financiers consiste à créer et développer un *marché des capitaux efficace*. La réalisation de cet objectif permettra de réduire les coûts de la levée de capitaux et d'apporter une *réponse beaucoup plus rapide* aux besoins spécifiques des opérateurs des marchés financiers. Un temps de réponse plus bref est nécessaire pour atteindre la compétitivité et maintenir un avantage concurrentiel, en particulier pour les entreprises liées à la nouvelle économie.

Depuis une dizaine d'années, l'offre d'actions a plus que doublé grâce à la privatisation et à la libéralisation ainsi qu'à la restructuration des entreprises poussée par l'introduction de la monnaie unique. Les émetteurs deviennent plus *proactifs*: ils proposent spontanément une cotation sur le marché.

De leur côté, les investisseurs commencent à s'enthousiasmer devant les performances des fonds d'actions paneuropéens et à négliger leurs équivalents nationaux. Pour trouver des fonds, de nombreux émetteurs se sont tournés vers des investisseurs à court terme plutôt que vers des institutions stables. Cette évolution a cependant donné lieu à une certaine volatilité des cours, beaucoup d'actionnaires n'ayant acheté des actions que pour les revendre ultérieurement et engranger des bénéfices rapides et faciles. Les cours en ont subi une pression à la baisse. Dans ce cadre, les indices boursiers sont devenus plus des reflets des portefeuilles d'investissement que des indicateurs objectifs des performances des marchés.

Le nombre de premières émissions publiques a fortement augmenté sous l'influence des secteurs des technologies, des médias et des télécommunications. Cette situation a entraîné l'ouverture de nouvelles sources de capitaux et a transformé les épargnants en fournisseurs de capital-risque.

On a constaté que les épargnants qui achètent des produits financiers, par exemple des produits d'assurance-vie, ne recherchent pas la meilleure affaire. Ils suivent habituellement des recommandations d'ordre sentimental ou se focalisent sur une entreprise connue. Le client montre encore relativement *peu* de sophistication en matière d'utilisation de l'information.

Le culte de l'investissement en actions attire de plus en plus d'adeptes. En particulier, il devient un mécanisme efficace d'affectation de *capitaux à long terme* au sein des économies. Malgré cela, la capitalisation boursière de l'UE n'atteint qu'environ la moitié de celle des États-Unis. Le pourcentage des échanges transfrontaliers est limité et l'épargne privée, soit 20% du PIB, n'est pas investie avec efficacité. En conséquence, la création d'emplois est limitée car le rendement de l'épargne privée et les décisions d'investissement ne sont pas optimisées. La capitalisation des investissements, des fonds de pension et des instruments d'assurance européens représente à elle seule plus que le PIB de l'UE.

La vague actuelle de propositions de concentration constitue l'une des *principales forces poussées par le marché* évoluant vers la spécialisation. Il ne s'agit toutefois pas d'établir des liens entre différents portails techniques et opérationnels ni des liens stratégiques entre les

marchés, mais plutôt de créer un environnement dans lequel des *segments spécialisés*, tant du côté de l'offre que de la demande, peuvent opérer avec efficacité. De plus, l'échec de certaines propositions de concentration a montré que les sentiments nationalistes et la divergence des intérêts économiques peuvent se traduire par des plans de concentrations incomplets. Les propositions de concentration doivent comprendre la création d'une contrepartie intermarchés centrale afin de permettre la réalisation d'une concentration complète des fonctions de règlement et de compensation.

Les marchés de haute technologie spécialisés, qui sont censés constituer la source principale de capital-investissement et donc de perspectives d'emploi, se caractérisent en général par un *niveau de volatilité élevé*. La volatilité des actions individuelles est directement liée à une augmentation du risque de placement. Les gros marchés restent dominés par des emprunteurs du secteur public et par des banques mutuelles qui montrent peu d'enthousiasme pour des introductions en bourse.

La volatilité peut s'expliquer, d'une part, par le regain d'activités spéculatives de fonds d'arbitrage et, d'autre part, par la liquidité insuffisante du marché. Les marchés boursiers se concurrencent aussi pour négocier les actions des "start-up" de la nouvelle économie et abaissent leurs normes de cotation à cet effet. Cette évolution soulève la question du positionnement des actions très volatiles, notamment les valeurs technologiques, dans les portefeuilles de capital-risque plutôt que sur des marchés de valeurs cotées en bourse. Cela ne permet néanmoins pas le développement d'un vaste marché du capital-risque. En conséquence, la création de marchés boursiers spécialisés est essentielle.

Outre la mise en place des conditions nécessaires au développement d'un marché des capitaux efficace, il faut en garantir la *facilité d'accès* à des conditions compétitives. La reconnaissance mutuelle des prospectus et de règles prudentielles et de surveillance basées sur le principe de l'État membre d'origine encouragerait les émetteurs et les intermédiaires à faire des affaires sans tenir compte des frontières, à moindre coût et sans discrimination à l'encontre des produits financiers étrangers.

En plus de la mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers, toute action entreprise au niveau communautaire est soumise à la recherche d'un *compromis* entre l'harmonisation maximale des règles des entreprises au sein d'un système de contrôle du pays d'origine et une approche d'harmonisation minimale à adopter au sein d'un système de règles nationales dans le pays d'accueil.

Dans certains cas, en raison de la reconnaissance mutuelle de la fourniture de produits et services, des investisseurs peuvent faire les frais de *comportements discriminatoires* adoptés à l'encontre d'entreprises ou de fournisseurs de services étrangers, les produits offerts et agréés par un État membre n'étant pas nécessairement agréés dans un autre État membre. L'*harmonisation* peut donc s'avérer une nécessité lorsque la reconnaissance mutuelle des pratiques basée sur le principe de l'État membre d'origine ne fournit pas des conditions de concurrence parfaite.

Du côté de l'offre, les investisseurs doivent pouvoir *accéder librement à des possibilités d'investissement* sans être entravés par des barrières légales, administratives ou informationnelles, tant au niveau national qu'international. De meilleures conditions de publicité, la suppression des restrictions imposées aux investissements et l'harmonisation du traitement fiscal dans l'UE permettraient aux investisseurs institutionnels, qui gèrent actuellement une masse considérable d'épargne, d'accroître le rendement potentiel de leurs investissements.

En particulier, la suppression des distorsions fiscales augmenterait la libre circulation des capitaux, un aspect déterminant pour la formation de capital-investissement. Des rendements plus élevés auraient pour effet d'*atténuer le comportement d'aversion pour les risques des épargnants* et permettraient aux investisseurs institutionnels de canaliser l'épargne vers des formes d'investissement plus productives. L'épargne des particuliers est actuellement l'une des ressources de la Communauté les moins bien exploitées. La capacité de *canaliser les ressources financières* conférerait aux institutions telles que les fonds de retraite ou les compagnies d'assurance-vie un rôle beaucoup plus significatif dans le processus d'investissement.

Un autre facteur important réside dans le développement actuel de la "nouvelle économie", notamment celui du cadre opérationnel et législatif dont relèvent les services et les opérations assurés par l'intermédiaire de l'Internet ou de réseaux électroniques. Les consommateurs qui prennent l'initiative d'accéder à des sites web gérés par des fournisseurs de services financiers établis dans un autre État membre, par exemple, devraient savoir que ce site fonctionne selon les lois de cet État membre.

L'imposition des services ou produits fournis par l'intermédiaire du câble devient de plus en plus difficile en raison des *différences de traitement fiscal* et de la difficulté du *suivi de la trace* de ces produits ou services. Cette situation s'explique en partie par le *volume élevé des transactions*, la *rapidité* des performances et l'*absence de supervision du cadre d'action* des réseaux électroniques.

La *politique fiscale* constitue en fait l'une des grandes opportunités qu'a l'Europe de réaliser le plein emploi. Après des années de performances négatives en matière d'emploi dans la Communauté, l'Europe a la possibilité d'inverser la tendance. Les travailleurs subissent un degré élevé de *contraintes salariales*. Ces dernières années, la hausse des salaires n'a pas suivi le rythme de croissance du produit intérieur nominal. Un effet direct de ce décalage est que l'emploi augmente plus rapidement que par le passé, même lors de reprises du cycle économique. À l'issue de la période d'austérité budgétaire qui a été nécessaire pour répondre aux critères d'adhésion à l'UEM, les gouvernements ont la possibilité d'opérer des réductions sensibles de l'imposition, en particulier celle du travail, ce qui permettra aux syndicats de poursuivre leur politique actuelle de modération salariale.

Les gouvernements ont saisi l'occasion de mettre directement en œuvre des initiatives relatives à l'emploi, par exemple des politiques de salaire minimal ou des initiatives de création d'emplois à l'intention des jeunes. Néanmoins, ces efforts n'ont eu qu'un impact limité sur la productivité, et les améliorations structurelles ont aussi été limitées. Ceci souligne la supériorité relative d'une *approche orientée par le marché* plutôt que par le gouvernement. De plus, l'expérience met en évidence le fait que les stratégies d'emploi sont en général centrées sur le niveau national et, dans une moindre mesure, régional. Toutefois, une approche plus large conduite par le marché dépasserait la dimension nationale et ferait essentiellement dépendre les performances de l'emploi du niveau communautaire et régional.

L'harmonisation fiscale et la réduction des charges réglementaires et administratives améliorent la conjoncture, mais l'Europe a une longueur de retard en matière de *développement des marchés de services*. Le déficit d'emploi de l'Europe est déterminé en partie par un retard au niveau des services comparativement à d'autres économies, par exemple celle des États-Unis. La croissance de la "nouvelle économie" renforce la nécessité de supprimer les obstacles au commerce et à l'offre de nouveaux produits. La plupart de ces nouveaux produits devront être conçus comme des services plutôt que des biens, et la majorité

des produits traditionnels devront être *réorientés et repensés* afin de pouvoir être offerts comme des services.

Par exemple, une société comme Amazon.com réalise déjà de belles performances à court terme par le biais de réseaux électroniques. Toutefois, elle rencontrera des difficultés à plus longue échéance, lorsque le volume des transactions aura augmenté à tel point que les produits ne pourront plus être livrés en temps utile. Le canal de distribution n'a pas été réorganisé pour correspondre au nouveau contexte économique.

Les entreprises les plus compétitives seront celles qui, conscientes du fait qu'une demande basée sur la nouvelle économie ne correspond pas à une offre classique, réorienteront leurs produits. S'il n'est pas possible de livrer des livres en temps utile, l'offre de livres sous forme électronique, téléchargeables, peut être une solution. De plus, des accords peuvent être conclus par lesquels le paiement de frais annuels crée une relation de longue durée avec le client. Dans le but d'atteindre une plus grande *focalisation sur les services*, plus concurrentielle, l'on peut lier la simple offre de produits (livres, musique, etc.) à de futurs services tels que la mise à jour de produits électroniques, par exemple de dictionnaires, encyclopédies, etc.

Le développement naturel de cette approche crée un flux constant de produits physiques et transforme ceux-ci en services. De nombreux produits classiques, commercialisés au moyen de méthodologies tout aussi classiques, peuvent être réorientés.

La tendance à la mondialisation et à l'économie fondée sur la connaissance s'est accélérée. Le défi de l'innovation a été relevé avec succès par des initiatives innovantes telles que les entreprises à forte croissance basées sur des technologies avancées. Mais *qu'une entreprise soit basée sur les nouvelles technologies ou non, il importe de créer des conditions uniformes et communes* afin de permettre à chaque entreprise ou société de s'adapter à l'environnement changeant et afin de fortifier l'ensemble du tissu socio-économique. En présence des conditions de base, toutes les entreprises ont en effet le potentiel d'atteindre une position concurrentielle.

Dans les *secteurs traditionnels* aussi, ces évolutions sont susceptibles de générer des opportunités d'emploi. Les industries à technologies traditionnelles "rachètent" des innovations à leurs fournisseurs et consultants. Les entreprises traditionnelles ont la possibilité de reconverter leurs activités en vue d'accroître leur sensibilité à *l'environnement naturel*, qui constituera l'une des principales sources de demande de nouveaux produits et services et de possibilités d'emploi.

L'innovation ne doit pas nécessairement être directement fondée sur la recherche. Elle peut aussi être liée aux *nouvelles méthodes de gestion et d'investissement*, applicables par les entreprises de haute technologie mais également par toutes les autres.

Le transfert de technologies aux PME et le développement de la capacité de celles-ci à absorber ces technologies constituent une innovation fondamentale. Dans ces conditions, le *regroupement* est très encourageant mais, dans les cas où des "vallées technologiques" ne peuvent être créées, soit parce que les entreprises concernées sont géographiquement séparées, soit en raison du manque de ressources spécifiques, il faut mettre sur pied des *réseaux de compétences technologiques spécifiques*.

La mondialisation agit sur trois plans. Elle engendre:

- ◆ *l'internationalisation du commerce*, qui a rattrapé la croissance de la productivité;
- ◆ *l'internationalisation des flux de capitaux*;

♦ *un accroissement des flux d'informations.*

Les effets d'une évolution doivent être jugés par rapport aux changements structurels qu'elle entraîne, tant à court qu'à long terme. Même si des changements apparaissent déjà à court terme dans les secteurs de haute technologie, les effets majeurs seront observables dans les secteurs traditionnels lorsque les processus de restructuration seront entrepris.

Les activités relatives à l'emploi local n'apparaissent en général pas spontanément. Les obstacles à l'obtention du financement pour les "start-up" renforcent la nécessité de développer des marchés du capital-investissement. Certaines mesures de financement relativement peu connues, comme les microcrédits, le capital d'investissement local ou les ressources des fondations d'entreprise, doivent bénéficier d'une publicité adéquate pour attirer l'attention des petits investisseurs. Il faudrait exposer les grandes lignes d'un *système unifié* de promotion des méthodes de financement alternatives.

En Europe, le secteur privé constitue le grand moteur de l'activité économique. Les potentialités nettes de création d'emplois se situent dans les secteurs des services, en particulier ceux qui répondent à des besoins locaux. Il existe donc un besoin de développer et de *soutenir l'esprit d'entreprise* au niveau local, surtout pour *les "start-up" et les PME* qui ont du mal à s'autofinancer. La position concurrentielle de ces entreprises dépend de celle du territoire et des activités qui forment leur environnement, ainsi que de la disponibilité des ressources humaines et sociales.

La *pénurie de travailleurs qualifiés* constitue l'un des problèmes majeurs de la nouvelle économie. Cette pénurie accentue l'inadéquation entre l'offre et la demande sur le marché de l'emploi. Il en résulte directement une pression sur les coûts salariaux puisque les sociétés se concurrencent pour dénicher les rares compétences disponibles. Il importe donc d'investir davantage dans l'apprentissage *tout au long de la carrière*, y compris la formation initiale et les remises à niveau. Bien que l'apport direct de fonds publics au bénéfice des entreprises risque de fausser la concurrence et de provoquer l'évincement du secteur privé, les incitations fiscales destinées à améliorer la formation des salariés sont probablement nécessaires.

Enfin, s'il convient d'accroître la productivité de l'emploi, il faut rechercher des moyens d'améliorer la compétitivité des entreprises sans opérer de réductions des coûts au détriment de la main-d'œuvre. L'amélioration de la gestion des actifs constitue une possibilité très intéressante.

Cet objectif n'est cependant pas réalisable en l'absence de marchés des capitaux plus efficaces, lesquels ne pourront être mis en place que par une meilleure intégration au niveau européen.





## BIBLIOGRAPHIE

### Institutions européennes

#### *Commission des Communautés européennes*

Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 85/611/EEC portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM), COM(2000)329 final, Bruxelles, 30.05.2000

Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 85/611/EEC portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) visant à réglementer les sociétés de gestion et les prospectus simplifiés, COM(2000)331 final, Bruxelles, 30.05.2000

Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des institutions de monnaie électronique et son exercice, ainsi que la surveillance prudentielle de ces institutions, COM(1999)109 final, Bruxelles, 22.07.1999

Proposition modifiée de directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'accès à l'activité des institutions de monnaie électronique et son exercice, ainsi que la surveillance prudentielle de ces institutions, COM(2000)333 final, Bruxelles, 29.05.2000

Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, initiative de simplification de la réglementation relative au marché intérieur, COM(2000)104 final, Bruxelles, 28.02.2000

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social et au Comité des régions, revue 2000 de la stratégie du marché intérieur, COM(2000)257 final, Bruxelles, 03.05.2000

Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, cinquième rapport de la Commission concernant la mise en œuvre de la décision relative à l'octroi de bonifications d'intérêts sur les prêts accordés par la Banque européenne d'investissement aux petites et moyennes entreprises dans le cadre de son mécanisme temporaire de prêt (mécanisme PME), COM(2000)376 final, Bruxelles, 22.06.2000

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social et au Comité des régions, "Agir au niveau local pour l'emploi – Donner une dimension locale à la Stratégie européenne pour l'emploi", COM(2000)196 final, Bruxelles, 07.04.2000

Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, "L'innovation dans une économie fondée sur la connaissance", COM(2000)567 final, Bruxelles, 20.09.2000

Communication de la Commission, "Les politiques communautaires au service de l'emploi", COM(2000)78 final, Bruxelles, 1.03.2000

Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, rapport d'avancement sur le plan d'action pour le capital-investissement, COM(2000)685, Bruxelles, 18.10.2000

Communication de la Commission au Parlement européen sur la coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'accès à l'activité des institutions de monnaie électronique et son exercice, SEC(2000)69 final, Bruxelles, 19.01.2000

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, au Comité économique et social et au Comité des régions, "L'étalonnage des performances compétitives – la mise en œuvre d'un instrument à la disposition des opérateurs et des pouvoirs publics", COM(97)153 final, Bruxelles, 16.04.1997

Communication de la Commission au Parlement européen concernant la position commune du Conseil à propos de l'adoption d'une directive du Parlement européen et du Conseil sur la restructuration et la liquidation des entreprises d'assurance, SEC(2000)1714 final, Bruxelles, 19.10.2000

Communication de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne et au Comité économique et social, "Un cadre d'action pour lutter contre la fraude et la contrefaçon des moyens de paiement autres que les espèces", COM(1998)395 final, Bruxelles, 01.07.1998

Communication de la Commission, "Vers un marché unique pour les retraites complémentaires", COM(1999)134, Bruxelles, 11.05.1999

Communication de la Commission au Parlement européen concernant la position commune du Conseil sur l'adoption d'une directive du Parlement européen et du Conseil en matière de droit des sociétés concernant les offres publiques d'acquisition, SEC(2000)1300, Bruxelles, 26.07.2000

Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen, "Le contrôle légal des comptes dans l'Union européenne: la marche à suivre", COM(2000)359, Bruxelles, 13.06.2000

- "Services financiers: élaborer un cadre d'action", communication de la Commission, COM(1998)625 final, Bruxelles, 28.10.1998
- "Résumé des réponses au Livre vert sur les retraites complémentaires dans le marché unique", COM(97)283, 06.04.1998
- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant l'assurance-vie, COM(2000)398, Bruxelles, 28.06.2000
- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil portant modification de la directive 93/6/CEE du Conseil sur l'adéquation des fonds propres des entreprises d'investissement et des établissements de crédit, COM(97)71 final, Bruxelles, 16.04.1997
- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil sur l'intermédiation en assurance, COM(2000)511 final, Bruxelles, 20.09.2000
- Proposition de règlement du Parlement européen et du Conseil portant modification du règlement (CE) concernant le reclassement des règlements dans le cadre des dispositions de swap et des accords de taux à terme, COM(1999)749 final, Bruxelles, 10.01.2000
- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil concernant un cadre commun pour les signatures électroniques, COM(1998)297 final, Bruxelles, 13.05.1998
- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil portant modification de la directive 79/239/CEE en ce qui concerne l'exigence de marge de solvabilité des entreprises d'assurance non-vie, COM(2000)634 final, Bruxelles, 25.10.2000
- Proposition de directive du Parlement européen et du Conseil modifiant la directive 85/611/CEE portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant certains organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) visant à réglementer les sociétés de gestion et les prospectus simplifiés, COM(1998)451 final, Bruxelles, 17.07.1998
- Proposition du Parlement européen et du Conseil concernant l'admission de valeurs mobilières à la cote officielle et l'information à publier sur ces valeurs, COM(2000)126 final, Bruxelles, 20.07.2000
- Rapport de la Commission au Parlement européen et au Conseil intitulé "Initiative en faveur de la croissance et de l'emploi: mesures d'assistance financière aux petites et moyennes entreprises (PME) innovantes et créatrices d'emplois, situation au 31 décembre 1999", COM(2000)266 final, Bruxelles, 12.05.2000
- Rapport de la Commission au Parlement européen, au Conseil, à la Banque centrale européenne et au Comité économique et social, Plan d'action pour les services financiers, rapport d'avancement, COM(1999)630 final, Bruxelles, 24.11.1999
- Rapport de la Commission, Avancement en matière de services financiers, second rapport, COM(2000)336 final, Bruxelles, 30.05.2000
- Rapport de la Commission au Conseil et au Parlement européen sur les réclamations des consommateurs en matière de vente à distance et de publicité comparative, COM(2000)127 final, Bruxelles, 10.03.2000
- Rapport de la Commission au Conseil sur l'application des seuils prévus par le règlement sur les concentrations, COM(2000)399, Bruxelles, 28.06.2000
- Étude des régimes de retraite des États membres de l'Union européenne, MARKT/2005/99-FR Rev.2, 05.2000
- Communication de la Commission au Conseil, au Parlement européen, au Comité économique et social et au Comité des régions - "La compétitivité des entreprises européennes face à la mondialisation: comment l'encourager", COM(1998)718 final, Bruxelles, 20.01.1999
- Rapport de la Commission, résultats de la quatrième phase de "Simplifier la législation relative au marché intérieur", COM(2000)56 final, Bruxelles, 04.02.2000
- Rapport sur la protection sociale en Europe 1999, COM(2000) 163 final, Bruxelles, 21.03.2000
- Rapport au Conseil européen intitulé "Les perspectives d'emploi dans la société de l'information: exploiter le potentiel de la révolution de l'information", COM(1998) 590 final
- Communication de la Commission au Conseil et au Parlement européen intitulée "Le capital-investissement: proposition visant à poursuivre la mise en œuvre du plan d'action", COM(1999)493 - FR
- Communication de la Commission européenne, "Le capital-investissement: clé de la création d'emplois dans l'Union européenne", SEC(98)0552, 04.1998
- Communication interprétative de la Commission, "Liberté de prestation de services et intérêt général dans le secteur des assurances", COM(1999)5046, Bruxelles, 02.02.2000
- Communication de la Commission, "Le contrôle légal des comptes dans l'Union européenne: la marche à suivre", 08.05.1998 - FR

Économie européenne, supplément A, n° 12, 12.1999

Économie européenne, supplément A, n° 2, 02.1999

"Mise en œuvre de la septième directive dans les États membres de l'UE", 01.01.1998

"Dispositions institutionnelles pour la régulation et la surveillance du secteur financier", 01.2000-10-30

Rapport au Comité des assurances sur la nécessité d'une harmonisation ultérieure de la marge de solvabilité, COM(97)398 - FR, 24.07.1997

"Les marchés du capital-investissement: clé de la création d'emplois en Europe. De la fragmentation à l'intégration", *Euro Papers*, n° 32, 01.1999

"Étude sur la réglementation prudentielle relative aux fonds de retraite professionnels", 19.11.1999

"Perspectives des États-Unis en matière de protection du consommateur sur la bourse électronique mondiale", 21/4/1999

### **Conseil de l'Union européenne**

Document de la Présidence, occupation économique, réformes et cohésion sociale vers une Europe de l'innovation et de la connaissance, Bruxelles, 12.01.2000

### **Banque centrale européenne**

"Effets possibles de l'UEM sur le système bancaire de l'UE à moyen et long terme", Bruxelles, 05.11.1999

Rapport sur la monnaie électronique, 08.1998

### **Parlement européen**

Commission économique et monétaire, audition concernant la communication de la Commission intitulée "Mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers", 19.11.1999

Commission économique et monétaire, audition concernant la communication de la Commission intitulée "Mise en œuvre du plan d'action pour les services financiers", 8.11.1999

Position commune sur la restructuration et la liquidation des établissements de crédit, C5-0423/2000, 04.09.2000-10-28

Projet de rapport sur la communication de la Commission "Le capital-investissement: mise en œuvre du plan d'action", 05.06.2000

### **Autres Institutions et Centres de recherche**

CNUCED, Cross-border mergers & acquisition dominate foreign direct investment flows, 11.11.1998

Deutsche Bundesbank, Ein Alan Greenspan macht keine neue Aera, 1.08.2000

Deutsche Bundesbank, Elektronisches Geld und seine bankaufsichtliche Relevanz, 15.07.2000

Deutsche Bundesbank, iX-Fragen an den "Finanzplatz e.V.", 2.08.2000

Deutsche Bundesbank, Keine Angst mehr vor dem E-Geld, 31.07.2000

Page d'accueil de l'EVCA, *Annuaire 2000*, European Private Equity Highlights

FEFSI, The future of supplementary pension in Europe, *Discussion Paper PI-2002*

*Fund Forum International*, Conference Day One, 05.07.2000

Institut für Finanzdienstleistungen, audition du Comité des affaires économiques et monétaires concernant le plan d'action de la Commission mettant en œuvre le cadre pour les marchés financiers, Bruxelles, 23.11.1999

IOSCO, 25th Annual Conference, 05.2000

LSE, *Rejection of approach from OM Gruppen*, 29.08.2000

OCDE, Conférence ministérielle de l'OCDE, "Plan d'action de l'OCDE pour le commerce électronique", Ottawa, 7-9.10.1998

OM, *OM Group Offer for LSE Plc*, 11.09.2000

Simpson Thacher & Bartlett, Structuring International Acquisition Transactions, 21.08.2000

### **Ouvrages**

FOX, *Three European stock exchanges plan merger, from Euronext exchange*, 20.03.2000

Fulman R., *Venture cap did well but debt did better*, 11.08.2000

Ghirardani P., Gwynne R., Harwood S., *Fighting Business Fraud*, Stephenson Harwood, 08.1996

Heltrun, The impact of the development of electronic commerce on the employment situation in European commerce, Athens, 06.1998

Santangelo G., *The Single Market for Financial Services: the European Response to the Process of Financial Transnationalisation*, University of Reading, 04.1997

## Articles

*Businessweek*, Europe's Bankers Need One Set of Rules, 3.07.2000

*Economist*, A suitable case for treatment, 28.06.2000

*Economist*, Breaking cover, 20.05.2000

*Economist*, Capitals of capitals, 9.05.2000

*Economist*, Define and sell, 26.02.2000

*Economist*, E-money revisited, 22.07.2000

*Economist*, High-tech finance, 26.10.2000

*Economist*, How mergers go wrong, 22.07.2000

*Economist*, Investors, unite, 25.10.1997

*Economist*, Regulating the Internet, 10-16.06.2000

*Economist*, Running into trouble, 17-13.06.2000

*Economist*, Settling scores, Leaders

*Economist*, Shocking times in Throgmorton Street, 2.09.2000

*Economist*, Shopping around the web, 26.02.2000

*Economist*, Stockmarket valuations, 12.10.2000

*Economist*, Survey international banking, On a wing and a prayer, 17.04.1999

*Economist*, The failure of new media, 19.08.2000

*Economist*, The other sort of channel conflict, 20.05.2000

*Economist*, The virtual threat, 20.05.2000

*Economist*, The virtual threat, Survey

*Economist*, Untangling e-comonics, 23.09.2000

*Financial Times*, A blueprint for the new exchange, 18.09.2000

*Financial Times*, Accountants to get the measure of the person, 30.08.2000

*Financial Times*, Age of discontent, 10.08.2000

*Financial Times*, Agence Europe: Ecofin Council agrees to speed up work for strengthening integration of financial markets, 7.06.2000

*Financial Times*, Another link in Nasdaq's chain, 03.05.2000

*Financial Times*, ASPa for consumers, Survey

*Financial Times*, Banking in Europe, Survey

*Financial Times*, Banks in row over M&A tables, 28.08.2000

*Financial Times*, Battle for the London exchange: A complete guide, 1.09.2000

*Financial Times*, Big banks to create securities counterparty, 22.10.2000

*Financial Times*, Big boost for Germany's pension reforms, 05.09.2000

*Financial Times*, Boost for German pension deal, 08.08.2000

*Financial Times*, Bourse merger hits new problems, 18.05.2000

*Financial Times*, Bourses merge, 17.04.2000

*Financial Times*, Braclays and Nomura to open shopping portal, 12.10.2000

*Financial Times*, Branch equity, 6.07.2000

*Financial Times*, Brussels aims to quicken financial services harmonisation, 4.07.2000

*Financial Times*, Brussels investment boost, 31.05.2000

*Financial Times*, Changing the guard, 21.04.2000

*Financial Times*, Choice of currency to be key issue, 03.05.2000

*Financial Times*, Cross-border mergers, 10.10.1999

- Financial Times*, Deutsche Boerse approves LSE merger, 23.05.2000
- Financial Times*, Deutsche Boerse backs merger with London, 23.05.2000
- Financial Times*, ECB head rejects “new economy” claims, 5.07.2000
- Financial Times*, e-commerce support, Survey
- Financial Times*, Editorial comment: Strong economy brings more jobs, 12.07.2000
- Financial Times*, Emphasis moves to shareholder value, Survey
- Financial Times*, e-signatures get final approval, 01.07.2000
- Financial Times*, EU funds sales to soar, 20.08.2000
- Financial Times*, EU proposes investment funds be allowed to invest in wider range of assets, 31.05.2000
- Financial Times*, Euro Markets: Bourse fortunes tied to flotation, 2.10.2000
- Financial Times*, Euronext launches rival to LSE, 22.09.2000
- Financial Times*, Euronext plans new LSE move, 18.09.2000
- Financial Times*, Euronext ponder new approach to LSE, 24.09.2000
- Financial Times*, Euronext puts pressure on European markets, 21.03.2000
- Financial Times*, Euronext to adopt FTSE system, 22.06.2000
- Financial Times*, Euronext to create global equities market, 7.06.2000
- Financial Times*, Europe's chance for full employment, 11.07.2000-10-28
- Financial Times*, European e-business review, 1.02.2000
- Financial Times*, European equities overtake US strengths of telecoms, 2.07.2000
- Financial Times*, European IPOs: Technology drives the markets, Survey.
- Financial Times*, European Venture Capital Report Guide, 06.06.2000
- Financial Times*, Europe's bourses, 21.03.2000
- Financial Times*, Exchange set for management shake-up, 14.09 2000
- Financial Times*, Exchanges face legal action over use of iX name, 08.05.2000
- Financial Times*, France advances, 06.08.2000
- Financial Times*, Frankfurt exchange link plan be blocked, 18.05.2000
- Financial Times*, Frankfurt ponders hostile LSE bid, 12.09.2000
- Financial Times*, GEM and iX choose different paths, 7.06.2000
- Financial Times*, German exchange considers launching hostile bid for LSE, 12.09.2000
- Financial Times*, Germany urged to change tax on pensions, 25.20.2000
- Financial Times*, Goldman Sachs in e-venture, 13.06.2000
- Financial Times*, Green light for high-tech venture capital fund, 10.07.2000
- Financial Times*, Greenspan criticises “back office” market transactions, 16.10.2000
- Financial Times*, Hard talking begins in proposed exchange merger, 12.05.2000
- Financial Times*, Healty facade hides forex market frustrations, 2.06.2000
- Financial Times*, How would-be clients can discover hidden hazards, Survey
- Financial Times*, In need of a thorough overhaul, Survey
- Financial Times*, International capital markets 2000, Survey
- Financial Times*, International Capital markets, Survey on global finance
- Financial Times*, Irish Times: Business & Finance, 12.07.2000
- Financial Times*, iX may reduce settlement costs, 9.06 2000
- Financial Times*, iX merger. 12.05.2000
- Financial Times*, Key points of the merger, 03.05.2000
- Financial Times*, Keyboard's last word, 7.08.2000
- Financial Times*, Leading banks agree anti-money laundering code, 20.10.2000
- Financial Times*, Lex: UK gilts, 13.08.2000
- Financial Times*, Liffe offers LSE technology link, 20.09.2000
- Financial Times*, Lisbon bourse talks to join Euronext in 2001, 3.10.2000

- Financial Times*, LME hires OM Technology, 14.09.2000
- Financial Times*, LSE and Deutsche Boerse clear merger obstacle, 25.04.2000
- Financial Times*, LSE board faces vote rebellion over iX, 13.09.2000
- Financial Times*, LSE chief all but out merger with rivals, 25.10.2000
- Financial Times*, LSE could be valued at \$1bn, 4.07.2000
- Financial Times*, LSE crises deepens, 15.09.2000
- Financial Times*, LSE to create European market for growth stocks, 7.10.2000
- Financial Times*, Malaysia modernises bond markets, 2.07.2000
- Financial Times*, m-commerce: Poised to deny America IT pie, European e-business review
- Financial Times*, Merrill offers new pensions, 10.07.2000
- Financial Times*, Ministers support fast EU rulings on bids, 15.05.2000
- Financial Times*, MPs to quiz exchange on listing shares in euros, 14.05.2000
- Financial Times*, Nasdaq to announce network link with NYSE, 12.06.2000
- Financial Times*, New wave of US stocks goes decimal, 25.09.2000
- Financial Times*, NYSE rules out hostile bid for LSE, 5.10.2000
- Financial Times*, NYSE steps up Euronext talks, 10.05.2000
- Financial Times*, Parity sought on exchange merger, 11.06.2000
- Financial Times*, Payroll taxes become a pain, 17.08.2000
- Financial Times*, Pension Fund Investment, Survey
- Financial Times*, Pension Fund Investment, Survey
- Financial Times*, Pension funds want solvency test scrapped, 18.07.2000
- Financial Times*, Personal Finance, 17.08.2000
- Financial Times*, Private equity - The Buy-Out Market 2000, Survey
- Financial Times*, Report calls for changes to spur venture capital funding in EU, 19.10.2000
- Financial Times*, Retail stockbrokers seek to delay vote on iX, 19.06.2000
- Financial Times*, SEC launches probe on audit, 08.08.2000
- Financial Times*, Seductive software services on offer, Survey
- Financial Times*, Sets may be scrapped early next year, 03.05.2000
- Financial Times*, SFE plans deal with clearing business, 14.09.2000
- Financial Times*, Shadow over the talks on potential Frankfurt merger, 05.04.2000
- Financial Times*, Shareholder prompted to rethink their votes, 12.09.2000
- Financial Times*, Shareholders control exchange's future, 13.09.2000
- Financial Times*, Stock exchange outsider with a record of reform, 21.04.2000
- Financial Times*, Stock markets "must merge to survive", 23.05.2000
- Financial Times*, Stocks and Derivatives Exchanges 0300, Survey on E-Trading
- Financial Times*, Swedish state increased holding before bid, 13.09.2000
- Financial Times*, Talking Stock: Internet crunch-time?, 23.08.2000
- Financial Times*, The long view: Technology markets spread volatility, 20.10.2000
- Financial Times*, Trust managers set to offer pensions, 11.07.2000
- Financial Times*, UK and Germany consider Nasdaq deal, 02.05.2000
- Financial Times*, UK fund managers appeal on iX standards, 25.05.2000
- Financial Times*, UK mulls pension rescue fund, 13.08.2000
- Financial Times*, Watchdog examines Sweden's OM share trading, 13.09.2000
- Financial Times*, Wholesale banking, Survey
- Financial Times*, Banks question stock market link, 09.05.2000
- IFS*, Partnership in pensions: an assessment, 11.08.2000
- IFS*, Pension reform: An international comparison, 04.02.2000
- IFS*, The government's proposals for stakeholder pensions, Briefing Note No. 1, 10.1999

- Inc*, How to finance anything, 01.04.2000  
*Inc*, Small Talk, 15.05.1996  
*Inc*, The Defiant Ones, 04.10.2000  
*Inc*, The forgotten role of venture capital, 04.10.2000  
*Inc*, The French connection, 04.10.2000  
*La Repubblica*, Borse in Rete: due campioni a confronto, 05.10.2000  
*La Repubblica*, Interet: parte la prima banca giapponese solo in Rete, 12.10.2000  
*La Repubblica*, La Borsa online ha fatto boom, 05.10.2000  
*La Repubblica*, La carica dei baby-trader liceali e investitori, 05.10.2000  
Licht A. N., *Stock market integration in Europe*, Harvard Law School, 03.1997  
*Red Herring*, Eurobankers found missing!, 04.10.2000  
*Red Herring*, Off the Infobahn and into a Rut, 04.10.2000  
*Red Herring*, VCs in Europe, 15.03.2000  
*Single market news*, Directive sur les OPA: Position commune du Conseil, n° 22, 07.2000  
*Single market news*, Financial reporting standards: Commission outlines a new strategy, n° 22, 07.2000  
*The Standard*, Nasdaq to Expand Role of ECNs in NYSE Trading, 13.06.2000  
*The Wall Street Journal*, Insurers Eye Internet Via Banks, 26.06.2000  
*The Wall Street Journal*, Long hours pose challenge to unions, 05.10.2000  
*The Wall Street Journal*, Some Mergers Fail to Reach 'Day 1', 26.06.2000

### Adresses électroniques

- <http://eur-op.eu.int/opnews/100/en/t04012.htm>  
<http://eur-op.eu.int/opnews/100/en/t11.htm>  
[http://europa.eu.int/comm/economy\\_finance/document/financialmkt/riskcapital\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/economy_finance/document/financialmkt/riskcapital_en.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/amn/smn13/s13mn17.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/amn/smn13/s13mn17.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/account/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/index.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/account/news/2k-187.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/news/2k-187.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/account/news/186.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/news/186.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/account/news/1132.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/account/news/1132.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/audit/committ/index.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/committ/index.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/audit/news/1134.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/1134.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/audit/news/399.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/399.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/audit/news/696.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/audit/news/696.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/takeoverfaq.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/takeoverfaq.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/takeover2.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/takeover2.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/takeover.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/takeover.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/34.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/34.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/strategy.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/strategy.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/studies.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/studies.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finance/general/969.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finance/general/969.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/actionplan/progress1.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/progress1.htm)  
Financial Services Action Plan –First Progress Report  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/actionplan/introexperts.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/actionplan/introexperts.htm)  
Forum Group of Market Experts – Explanatory note  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/banks/2k-454.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/2k-454.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/banks/307.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/307.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/banks/capad.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/capad.htm)  
[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/banks/coopl.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/coopl.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/banks/cpad.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/banks/cpad.htm)  
Financial services: consultation launched on new capital adequacy framework

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/company/company/news/1022.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/company/company/news/1022.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/consumer/566.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/566.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/consumer/891.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/891.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/consumer/99-559.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/99-559.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/consumer/bio516.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/bio516.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/consumer/lv1.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/consumer/lv1.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/2k-24.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/2k-24.htm)  
Financial Services Policy Group discusses securities markets

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/2k-99.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/2k-99.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/587.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/587.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/590.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/590.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/637.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/637.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/637.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/637.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/716.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/716.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/727.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/727.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/87.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/87.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/fsgp.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/fsgp.htm)  
Financial Services Policy Group –third meeting

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/general/pogroup.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/general/pogroup.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/116.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/116.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/2k-529.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/2k-529.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/703.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/703.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/87.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/87.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/882.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/882.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/generalgood.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/generalgood.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/insur/insen.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/insur/insen.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/pensions/447.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/447.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/pensions/507.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/507.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/pensions/856.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/856.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/pensions/pensions.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/pensions/pensions.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/media/infso/sign.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/media/infso/sign.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/smn/smn20/s20mn06.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/smn/smn20/s20mn06.htm)

[http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/speeches/spch114.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/speeches/spch114.htm)

[http://europa.eu.int/comm/trade/faqs/e\\_comm.htm](http://europa.eu.int/comm/trade/faqs/e_comm.htm)

[http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en\\_392L0049.html](http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_392L0049.html)

[http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en\\_392L0096.html](http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_392L0096.html)

[http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en\\_398Y1214\\_02.html](http://europa.eu.int/eur-lex/en/lif/dat/1998/en_398Y1214_02.html)

[http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1997/it\\_397R1310.html](http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1997/it_397R1310.html)

[http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1997/it\\_398R0447.html](http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1997/it_398R0447.html)

[http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1998/it\\_398L0078.html](http://europa.eu.int/eur-lex/it/lif/dat/1998/it_398L0078.html)

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l2403a.htm>

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l24221>

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26007.htm>

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/en/lvb/l26014.htm>

<http://europa.eu.int/scadplus/leg/it/lvb/l26039.htm>

[http://news.bbc.co.uk/1/hi/english/business/business\\_basics/newsid\\_366000/366797.stm](http://news.bbc.co.uk/1/hi/english/business/business_basics/newsid_366000/366797.stm)



<http://strategis.ic.gc.ca/SSG/is10121e.html>  
<http://traker.enetpep.co.uk/archive/000101book.html>  
[http://www.1999.cliffordchance.com/library/newsletters/inter\\_funds/section9.html](http://www.1999.cliffordchance.com/library/newsletters/inter_funds/section9.html)  
<http://www.bourse-de-paris.fr/indexgb.htm>  
<http://www.cipe.org/pub/cee/hungary/vc.html>  
<http://www.consumersinternational.org/campaigns/competition/competition5.html>  
<http://www.cosatu.org.za/docs/1998/competbi.htm>, Competition Bill  
[http://www.eudel.com/eudel/newsletter4445/eu\\_risk\\_capital.htm](http://www.eudel.com/eudel/newsletter4445/eu_risk_capital.htm)  
<http://www.euronext.com/em/euronextinfo/history/index.html>  
[http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1985/en\\_385L0611.html](http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1985/en_385L0611.html)  
[http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1988/en\\_388L0220.html](http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1988/en_388L0220.html)  
[http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1995/en\\_395L0026.html](http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1995/en_395L0026.html)  
[http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1999/en\\_399Y1007\\_02.html](http://www.europateam.cc.cec/eur-lex/en/lif/dat/1999/en_399Y1007_02.html)  
<http://www.europeanvc.com/perspective.htm>  
[http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/mainpage\\_e.php3](http://www.exchange.de/INTERNET/EXCHANGE/mainpage_e.php3)  
<http://www.ft.com/ftsurveys/industry/sc22c26.htm>  
Single market: Crucial for EU's competitiveness  
[http://www.globaltechnoscan.com/venture\\_capital\\_in\\_europe.htm](http://www.globaltechnoscan.com/venture_capital_in_europe.htm)  
<http://www.growco.com/vencap.htm>  
<http://www.hugheshubbard.com/data/whatnew/articles/highC.html>  
[http://www.iasc.org.uk/news/cen8\\_097.htm](http://www.iasc.org.uk/news/cen8_097.htm)  
[http://www.ici.org/issues/eu\\_ucits\\_new2000.html](http://www.ici.org/issues/eu_ucits_new2000.html)  
<http://www.isolaandisola.com/fiducits.html>  
<http://www.itdd.co.uk/stats/value.htm>  
<http://www.law.kuleuven.ac.be/icri/projects/report.data/execituve.htm>  
<http://www.law.wisc.edu/newsletter/1997/Oct6/cross-border.htm>  
[http://www.lawinfo.com/forum/uci\\_1.html](http://www.lawinfo.com/forum/uci_1.html)  
<http://www.londonstockexchange.com>  
<http://www.macfarlanes.com/bulletins/financial/98/autumn.html>  
<http://www.msnbc.com/news/468474.asp?cp1=1>  
<http://www.nasdaq.com>  
[http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/ne\\_section00\\_111.html](http://www.nasdaqnews.com/news/pr2000/ne_section00_111.html)  
[http://www.neweconomyindex.org/states/part5\\_page5.html](http://www.neweconomyindex.org/states/part5_page5.html)  
<http://www.nyse.com/content/articles/NT0005EF3E.html>  
<http://www.nyse.com/content/articles/NT0005F632.html>  
<http://www.nyse.com/regualtion/surveillance.html>  
<http://www.oecs.org/dsti/sti/it/ec/prod/dismantl.htm>  
<http://www.of.gov.uk/html/rsearch/sp-arch/speech37.htm>  
<http://www.parliament.the-stationery-office.co.uk/pa/cm199899/cmstand.../91021s01.ht>  
<http://www.pionline.com/pension/reports/story1.htm>  
<http://www.pionline.com/pension/reports/story2.htm>  
[http://www.portugal.ue-2000.pt/uk/docmne\\_main02.htm](http://www.portugal.ue-2000.pt/uk/docmne_main02.htm)  
[http://www.pwcglobal.com/lu/eng/about/press-rm/luxbus\\_ucits\\_0400.html](http://www.pwcglobal.com/lu/eng/about/press-rm/luxbus_ucits_0400.html)  
[http://www.repubblica.it/europa.lex/politica/politica000.../politica000622\\_e\\_direttiva.htm](http://www.repubblica.it/europa.lex/politica/politica000.../politica000622_e_direttiva.htm)  
Risparmio, identica tuela nell'Unione europea  
<http://www.repubblica.it/online/smau/rifkin/rifkin/rifkin.html>  
"Il mondo? In affitto" La profezia di Rifkin.  
<http://www.reuters.com/magazine/mayjun00/euro.htm>

<http://www.risk.ifci.ch/142660.htm>

[http://www.sonpo.or.jp/english/eng\\_4909.html](http://www.sonpo.or.jp/english/eng_4909.html)

<http://www.stern.nyu.edu/~mbloch/docs/roadtoec/ec.htm>

<http://www.abbl.lu/uk/opcvm.htm>

## ANNEXE 1

TABLEAU 2: Sélection de pays appliquant des dispositions en matière de notification

Pays	Réglementation relative à la notification	Procédure
<b>Australie</b>	Système de notification volontaire régi par la loi de 1995 sur la réforme de la politique de la concurrence.	Une demande d'autorisation doit être introduite dans les 14 jours suivant l'exécution de l'accord.
<b>Autriche*</b>	<p>Une notification préalable de concentration est requise si, lors de l'exercice comptable précédant la concentration: (1) les parties ont réalisé au niveau mondial un chiffre d'affaires combiné de 3,5 milliards d'ATS (282,5 millions d'USD); et (2) au moins deux parties ont réalisé un chiffre d'affaires de 5 millions d'ATS 5 (0,4 million d'USD) en Autriche.</p> <p>Une notification préalable de concentration est requise si le chiffre d'affaires cumulé réalisé au niveau mondial par toutes les parties d'une concentration est égal ou supérieur à 150 millions d'ATS (12,1 millions d'USD) mais inférieur au chiffre d'affaires ou aux seuils d'actifs requis pour une notification préalable de concentration.</p>	<p>La notification se fait auprès de la Cour des cartels.</p> <p>Une concentration ne peut être mise en œuvre tant que la Cour des cartels n'a pas confirmé que: (1) aucun parti officiel n'a demandé un examen; (2) la période de 5 mois pendant laquelle la Cour des cartels peut interdire la concentration s'est écoulée; ou que (3) la concentration n'est pas interdite. La concentration est considérée comme approuvée si, dans les 4 semaines suivant la notification, aucune enquête n'est ouverte la concernant.</p>
<b>Belgique*</b>	Une notification préalable de concentration est requise si, lors de l'exercice comptable précédent, le chiffre d'affaires mondial combiné des parties dépasse 3 milliards de BEF (82,7 millions d'USD) et si la part de marché d'un certain produit prise par les sociétés concernées dépasse 25%.	<p>Notification à introduire auprès du Service de la concurrence au moyen du formulaire CONC C/C-1 dans la semaine suivant la signature, l'annonce ou l'acquisition de contrôle. Décision initiale rendue dans le mois, avec un délai maximal de 75 jours pour une enquête compétentaire.</p> <p>Autorisation requise avant l'achèvement de la procédure.</p>
<b>Brésil</b>	La loi de 1994 prévoit un système obligatoire de notification préalable et ultérieure à la conclusion. L'obligation de dépôt de dossier après la conclusion est applicable au cas où: (1) une des parties de l'opération effectuée annuellement au Brésil des ventes d'une valeur de plus de 100.000.000 UFIR, une devise brésilienne basée sur un indice à la consommation fixé par le ministère brésilien du trésor chaque trimestre (environ 88 millions d'USD au taux de change actuel); ou (2) la société résultant de la concentration aura une part de 20% ou plus du marché d'un certain produit ou service au Brésil, pour lequel il y a un chevauchement concurrentiel entre les parties (c'est-à-dire que la part d'au moins 20% d'une société n'entraîne pas l'application de l'obligation de dépôt de dossier).	Notification à introduire au CADE (Conselho Administrativo de Defesa Economica) préalablement ou dans les 15 jours suivant la concentration.
<b>Canada</b>	<p>Une notification préalable de concentration est requise si les actifs combinés des parties au Canada ou le chiffre d'affaires combiné des parties à l'intérieur, à partir ou en destination du Canada, dépasse 400 millions de CAD (288,6 millions d'USD), et que les actifs canadiens de la société visée ou son chiffre d'affaires à l'intérieur ou à partir du Canada dépassent 35 millions de CAD (25,3 millions d'USD).</p> <p>Remarque: pour un passage en revue des dispositions applicables de la loi canadienne sur la concurrence et la loi canadienne sur les investissements, voir le mémorandum du 14 octobre 1997 de Stikeman Elliott.</p>	Si une opération relève de la notification obligatoire, un avis est remis au Bureau de la Concurrence.
<b>République tchèque</b>	Une notification préalable de concentration est requise au cas où la part de marché concernée dépasse 30%. Une notification est recommandée dans les cas où la concentration envisagée approche de ce seuil de 30%.	Dossier à introduire au ministère de la concurrence économique, qui doit rendre une décision dans les 60 jours pour les cas difficiles.
<b>Danemark*</b>	Une notification préalable de concentration est requise au cas où la concentration résultera ou pourrait résulter en la création d'une "influence dominante" sur un certain marché ou se	La notification de concentration doit être faite dans les 14 jours suivant l'exécution de l'accord. Tout manquement à cette obligation

	traduire par une restriction matérielle de la concurrence. Étant donné l'absence d'une définition ferme de ce qui constitue une "influence dominante", il est recommandé de notifier toute concentration qui pourrait éventuellement résulter en la création d'une "influence dominante".	entraîne la nullité de l'accord. Des informations informelles concernant les décisions peuvent être obtenues à l'avance auprès du Conseil de la concurrence.
<b>Union européenne &amp; Espace économique européen</b>	Toutes les concentrations de dimension communautaire doivent faire l'objet d'une notification préalable. La Commission des Communautés européennes a la compétence exclusive sur les concentrations à "dimension communautaire" qui se situent en dessous de certains seuils. Au 3/1/98, les concentrations sont soumises aux exigences de notification au cas où: (1) le chiffre d'affaire mondial cumulé des parties dépasse 5 milliards d'écus et; (2) le chiffre d'affaires réalisé dans la Communauté par chacune d'au moins deux des parties dépasse 250 millions d'écus (à moins que chacune des parties ne réalise plus de 2/3 de son chiffre d'affaire communautaire cumulé dans un seul État membre). Les exigences de notification s'appliquent également aux concentrations au cas où: (1) le chiffre d'affaire mondial cumulé des parties dépasse 2,5 milliards d'écus ; et (2) le chiffre d'affaires réalisé dans la Communauté par chacune d'au moins deux des parties dépasse 100 millions d'écus; et (3) dans chacun d'au moins 3 États membres, le chiffre d'affaires cumulé de toutes les parties dépasse 100 millions d'écus; et (4) dans chacun d'au moins 3 États membres, le chiffre d'affaires de chacune d'au moins deux des parties dépasse 25 millions d'écus (à moins que chacune des parties réalise plus de 2/3 de son chiffre d'affaire communautaire cumulé dans un seul État membre).	La notification doit se faire auprès de la task-force "Concentrations" de la Commission au moyen du formulaire CO (24 exemplaires) accompagné de la documentation adéquate. La Commission doit rendre une décision préliminaire dans le mois suivant la date effective de la notification. Au 3/1/98, les parties ont un délai de six semaines pour soumettre les engagements devant servir à établir la décision d'autorisation. Il existe des dispositions d'enquête de "seconde phase" en cas de questions concernant la domination de marché. Cette procédure de seconde phase dure quatre mois au maximum.  Les parties ne sont pas autorisées à mettre en place l'opération avant que la décision finale ne soit rendue.
<b>France*</b>	La notification préalable de concentration est volontaire, mais recommandée dans le cas des concentrations où: (1) le chiffre d'affaires combiné réalisé en France par toutes les parties est au moins de 7 milliards de FRF (1,19 milliards d'USD) et où chacune d'au moins deux des parties réalise en France un chiffre d'affaires d'au moins 2 milliards de FRF (338,6 millions d'USD); ou (2) la part de marché français combinée atteint au moins 25% pour un certain produit.	La notification volontaire est recommandée dans le cas d'une proposition de concentration ou dans celui d'une concentration effective depuis moins de 3 mois.
<b>Allemagne*</b>	La notification est requise avant la conclusion de l'accord au cas où: (1) l'une des parties réalise un chiffre d'affaires mondial dépassant deux milliards de DEM (1,13 milliard d'USD); ou (2) chacune d'au moins deux des parties réalise un chiffre d'affaires mondial dépassant un milliard de DEM (564 millions d'USD). Obligation d'"effets" locaux (voir plus bas). La notification est requise après la conclusion de l'accord au cas où les parties réalisent un chiffre d'affaires mondial combiné dépassant 500 millions de DEM (282 millions d'USD). Obligation d'"effets" locaux.	Si une opération relève de la notification obligatoire, un avis est remis à l'Office fédéral des cartels. Si celui-ci ne prend aucune mesure dans le mois suivant la notification de l'opération, les parties sont libres de la poursuivre et de l'achever.
<b>Grèce*</b>	Une notification préalable de concentration est requise au cas où: (1) les parties auront en Grèce une part de marché d'au moins 25%; ou (2) le total du chiffre d'affaires mondial est égal ou supérieur à l'équivalent en drachmes de 50 millions d'écus (55,5 millions d'USD) et qu'au moins deux des sociétés concernées réalisent sur le marché grec un chiffre d'affaires d'au moins l'équivalent en drachmes de 5 millions d'écus (5,5 millions d'USD). Une notification ultérieure de concentration est requise au cas où: (1) les parties auront en Grèce une part de marché d'au moins 10%; ou (2) le total du chiffre d'affaires des sociétés concernées atteint au moins l'équivalent en drachmes de 10 millions d'écus (11,1 millions d'USD).	La notification préalable de concentration doit être remise à la Commission sur la concurrence dans les dix jours ouvrables suivant la conclusion de l'accord. La période d'enquête, en général un mois, peut être étendue à deux mois. L'opération envisagée ne peut être mise en œuvre avant que la Commission sur la concurrence ne rende sa décision.
<b>Hongrie</b>	Une notification préalable de concentration est obligatoire; elle est à présenter conjointement par les parties concernées à l'Office de la concurrence économique (OEC) au cas où: (1) les parties auront ensemble une part de marché de plus de 30% sur le marché concerné; ou (2) le total du chiffre d'affaires annuel des parties est d'au moins 10 milliards de	Une fois la notification effectuée, le Conseil sur la concurrence a 90 jours pour statuer sur le projet de concentration, mais ce délai peut être étendu jusqu'à 6 mois. Si le Conseil sur la concurrence dépasse le délai fixé, la concentration est considérée comme

<b>Irlande*</b>	<p>HUF (environ 51,1 millions d'USD en 1996).</p> <p>Les seuils légaux de notification ne précisent pas s'ils sont basés sur le chiffre d'affaires mondial ou irlandais réalisé par les parties, et les autorités irlandaises n'ont pas adopté de position publique officielle. La pratique suivante, informelle mais régulière, a donc été mise en place:</p> <p>Notification obligatoire dans les cas suivants: (1) chacune d'au moins deux des parties détient de par le monde des actifs dépassant 10 millions d'IEP (14,6 millions d'USD) ou chacune d'au moins deux des parties réalise un chiffre d'affaires mondial dépassant 20 millions d'IEP (29,3 millions d'USD); et (2) la concentration envisagée détient en Irlande des actifs dépassant 10 millions d'IEP (14,6 millions d'USD) ou réalise en Irlande un chiffre d'affaires dépassant 20 millions d'IEP (29,3 millions d'USD).</p>	<p>autorisée.</p> <p>Chacune des parties doit déposer une notification écrite au ministère de l'entreprise, du commerce et de l'emploi dans le mois suivant la remise d'une offre susceptible d'être acceptée. Une fois la notification déposée, le ministre a trois mois pour prendre une décision concernant la concentration. Le ministre doit décider dans les 30 jours s'il doit ou non renvoyer l'affaire devant l'Autorité de concurrence. Dans l'affirmative, celle-ci doit renvoyer au ministre un rapport, en général dans les 30 jours.</p>
<b>Italie*</b>	<p>Une notification préalable de concentration est requise si la concentration visée réalise un chiffre d'affaires dépassant 671 milliards de LIT (39 millions d'USD) ou si le chiffre d'affaires combiné des diverses parties dépasse 67,1 milliards de LIT (390 millions d'USD).</p>	<p>Une fois la notification déposée, l'autorité compétente a 30 jours pour annoncer aux parties l'ouverture éventuelle d'une enquête sur la concentration. Si une enquête est ouverte, l'autorité compétente a 45 jours pour faire part de sa décision aux parties.</p>
<b>Japon</b>	<p>Les dispositions de notification préalable obligatoire de la loi antimonopole ne s'appliquent qu'aux "acquisitions d'entreprises" qui s'effectuent entre sociétés japonaises ou dans le cas où la filiale japonaise d'une société étrangère fusionne avec une société japonaise.</p>	
<b>Corée du Sud</b>	<p>L'article 7(4) du règlement sur les monopoles et la loi sur le libre-échange imposent la notification ultérieure de concentration au cas où les fonds propres de l'entreprise résultant de la concentration dépassent 5 milliards de wons (5,5 millions d'USD), ou si ses actifs dépassent 20 milliards de wons (22 millions d'USD); et au cas où l'interaction résultant de l'opération restreint de façon significative la concurrence sur tout marché concerné.</p>	<p>Les parties doivent remettre une notification à la Commission coréenne de libre-échange dans les 30 jours suivant la résolution du conseil d'administration, le vote des associés, etc. En vertu de l'article 12, la Commission est tenue d'examiner l'opération dans les 60 jours. La période légale maximale est de 90 jours.</p>
<b>Mexique</b>	<p>Une notification préalable de concentration est requise au cas où: (1) la valeur de la ou des opérations est au moins 12 millions de fois supérieure au salaire journalier minimal en vigueur dans le district fédéral, (2) la ou les opérations a/ont pour résultat une accumulation de 35% ou plus des actifs d'une entité dont la valeur des actifs ou des ventes est au moins 12 millions de fois supérieure au salaire journalier minimal en vigueur dans le district fédéral, ou (3) deux ou plusieurs entités sont concernées et la valeur de leur volume commun ou séparé de ventes totales est au moins 48 millions de fois supérieure au salaire journalier minimal en vigueur dans le district fédéral, et l'opération a pour résultat une accumulation d'actifs dont la valeur est 4,8 millions de fois supérieure au salaire journalier minimal en vigueur dans le district fédéral (loi fédérale sur la concurrence économique, § 20).</p>	<p>Une notification écrite doit être remise à la Commission fédérale sur la concurrence, qui peut requérir des informations complémentaires. La Commission doit rendre sa décision concernant la concentration dans les 45 jours suivant la notification. Si aucune décision n'est rendue, la concentration est considérée comme approuvée.</p>
<b>Pays-Bas*</b>	<p>Une notification préalable de concentration est requise au cas où: (1) le chiffre d'affaires mondial combiné dépasse 250 millions de NLG (126 millions d'USD); et (2) au moins deux des sociétés concernées réalisent chacune aux Pays-Bas un chiffre d'affaires annuel de 30 millions de NLG (15 millions d'USD).</p>	<p>Une fois la notification effectuée, les parties doivent attendre 4 semaines pour recevoir la décision mais, si une enquête de seconde phase s'ouvre, elles doivent attendre 13 semaines de plus pour recevoir la décision.</p>
<b>Portugal*</b>	<p>Une notification préalable de concentration est requise au cas où, à la suite d'une concentration: (1) la société fusionnée acquiert au Portugal une part de marché d'au moins 30%; ou (2) la société fusionnée réalise au Portugal un chiffre d'affaires d'au moins 30 milliards de PTE (167 millions d'USD).</p>	<p>Une fois la notification remise au ministre, celui-ci a 50 jours pour renvoyer l'opération devant le Conseil de la concurrence. En cas de renvoi, le Conseil de la concurrence a 30 jours pour en faire part au ministre. Après cette notification au ministre, celui-ci a 15 jours de plus pour prendre sa décision.</p>

<b>Russie</b>	Une notification préalable de concentration doit être remise à l'Agence fédérale antimonopole si la valeur nette des actifs de l'acquéreur est au moins 100 000 fois supérieure au salaire journalier minimal ou si l'acquéreur est répertorié dans le Registre d'État des entreprises monopolistiques comme occupant une position "dominante", c'est-à-dire si sa part de marché dépasse 35%.	L'opération reste sans effet tant que l'autorisation n'a pas été accordée. La notification est à déposer dans les 15 jours suivant l'enregistrement de l'opération. Les opérations sont conclues sans recevoir la validation de l'approbation par l'Agence fédérale anti-monopoles. Le demandeur est informé dans les 15 jours sur la demande d'approbation de l'opération.
<b>Suède*</b>	Une notification préalable de concentration est requise si les parties réalisent ensemble un chiffre d'affaires mondial supérieur à 4 milliards de SKR (527 millions d'USD). Cette loi s'applique à toute concentration dont au moins l'une des parties exerce des activités en Suède ou qui a une incidence sur une entreprise exerçant des activités en Suède.	La notification est soumise à l'Autorité de concurrence. Après la soumission d'une concentration effective, l'Autorité de concurrence a 30 jours pour rendre soit une décision d'autorisation, soit une décision d'ouverture d'une enquête spéciale.
<b>Royaume-Uni*</b>	La notification préalable de concentration n'est pas obligatoire, mais recommandée si: (a) la société "résultant de la concentration" a au Royaume-Uni une part de marché supérieure à 25%; ou (b) la société visée possède au niveau mondial des actifs d'une valeur supérieure à 70 millions de GBP (113 millions d'USD). De plus, des "effets" locaux sont obligatoires: au moins l'une des parties doit "exercer des activités" au Royaume-Uni.	Trois méthodes de notification sont possibles: autorisation légale, autorisation informelle et orientation confidentielle.
<b>États-Unis</b>	La notification préalable de concentration est imposée par la loi Hart-Scott-Rodino.	

*Source: Hubard, H. & Reed LLP, The high cost of cross-border merger reviews*

## ANNEXE 2

TABLEAU 3: Régimes nationaux d'assurance-vieillesse

Pays	Nature du régime (des régimes)	Répartition/capitalisation Barème(s) de cotisation	Prestations: forfaitaires/assises sur les revenus	Liens avec prestations du deuxième pilier
<b>1. Autriche</b>	Assurance-vieillesse nationale obligatoire pour les salariés, travailleurs indépendants et fonctionnaires.	Financement par répartition. Cotisation de l'employeur de 12,55%, cotisation du salarié de 10,25% du salaire annuel.	Dépend du montant des cotisations.	Néant.
<b>2. Belgique</b>	Assurance-vieillesse nationale obligatoire pour l'ensemble des salariés, travailleurs indépendants et fonctionnaires.	Répartition: régime financé par les cotisations de l'employeur (8,86% du salaire annuel), du salarié (7,5%) et d'une subvention de l'État (2,2%).	Dépend du montant des cotisations.	Non.
<b>3. Danemark</b>	1. Régime obligatoire de l'État. 2. Régime complémentaire obligatoire ATP.	1. Système de répartition; pas de cotisations directes; financement par le biais des impôts directs. 2. Les cotisations versées par le salarié et l'employeur sont fonction de l'horaire hebdomadaire de travail du salarié.	1. Prestations forfaitaires + montant complémentaire fonction des autres revenus relevant d'une pension. 2. Fonction du montant et de la durée des cotisations.	1. Oui, la perception d'une retraite complément ai-re relevant du deuxième pilier ou du troisième pilier peut réduire le montant de la pension d'État. 2. Non.
<b>4. Finlande</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Répartition; financement par cotisations des employeurs (entre 2,4% et 4,9% du salaire annuel).	Fonction du montant des cotisations, de la situation familiale, de la durée et du lieu de résidence.	Oui, la perception d'autres pensions peut entraîner une réduction du montant de la pension de l'État.
<b>5. France</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Répartition: le financement est assuré par les cotisations de l'employeur (9,8% du salaire annuel) et du salarié (6,55%).	Fonction du montant des cotisations.	Non.
<b>6. Allemagne</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Financement par répartition – employeur et salarié versent chacun 9,75% du salaire.	Dépend du montant des cotisations versées et de la durée des cotisations.	Néant.
<b>7. Grèce</b>	1. Assurance-vieillesse obligatoire de l'État. Régimes légaux de base (général et spéciaux) pour les salariés, les travailleurs indépendants, les fonctionnaires et assimilés, les marins et les agriculteurs. 2. Régimes complémentaires, légaux et obligatoires pour les salariés, les travailleurs indépendants, les fonctionnaires et personnes assimilées.	Financement selon le principe de répartition: la cotisation du salarié est égale à 6,67% du salaire annuel, celle de l'employeur à 13,33%. Pour les personnes assurées pour la première fois à partir du 01.01.1993, une cotisation additionnelle de 10% est due par l'État.	Dépend du montant des cotisations. Le montant de la retraite complémentaire est fonction du nombre d'années de cotisation et du nombre de personnes à charge.	Non.

<b>8. Irlande</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Répartition; financée à partir des impôts.	Prestations forfaitaires avec volet complémentaire.	Non.
<b>9. Italie</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Principe de la répartition. Les cotisations s'élèvent à 32,70% du salaire annuel, dont 8,89% sont à la charge du travailleur.	Les prestations sont le résultat du produit des cotisations et des coefficients actuariels calculés en fonction de l'âge du bénéficiaire.	Non.
<b>10. Luxembourg</b>	Régime obligatoire d'assurance-vieillesse de l'État: ouvert uniquement aux personnes dont le salaire est inférieur au plafond de la sécurité sociale.	Principe de la répartition. Salarié, employeur et État cotisent chacun à hauteur de 8% du salaire annuel.	Dépend du montant des cotisations.	Oui. Les revenus ou retraites complémentaires dépassant une certaine limite peuvent réduire le montant de la pension de vieillesse.
<b>11. Pays-Bas</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Répartition; les cotisations sont entièrement à la charge du salarié et s'élèvent à 17,9% du salaire annuel avec un plafond annuel de 22.233 euros.	Dépend du nombre d'années de résidence.	Non.
<b>12. Portugal</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Répartition; le montant des cotisations est de 11% du salaire annuel pour le salarié et de 23,75% pour l'employeur.	Fonction du revenu moyen au cours des 10 meilleures années de cotisations comprises dans les 15 dernières années de la durée de la carrière contributive.	Non.
<b>13. Espagne</b>	Assurance-vieillesse obligatoire de l'État.	Répartition: les cotisations sont versées à hauteur de 6,4% du salaire annuel pour le salarié et de 30,8% pour l'employeur.	Dépend du salaire moyen au cours des 15 dernières années précédant le départ à la retraite.	Non.
<b>14. Suède</b>	1. Régime de base. 2. Régime préfinancé.	1. Répartition; financement par cotisations égales à 16% du revenu. 2. Système par capitalisation individuel, financé par 2,5% du revenu.	1. Fonction de l'évolution du revenu tout au long de la vie et du nombre d'années d'activité (plafond annuel). 2. Fonction des primes versées.	1. Non. 2. Non.
<b>15. Royaume-Uni</b>	1. Assurance de base obligatoire de l'État. 2. SERPS – Régime complémentaire pour salariés gagnant plus de 98,95 euros par semaine et n'ayant pas d'autre couverture.	Répartition; cotisations salariés: actuellement 10% de la partie du salaire hebdomadaire comprise entre 98,95 euros et 749,60 euros; cotisations employeur: 12,2% de la partie supérieure à 124,43 euros.	1. Cotisations forfaitaires, liées aux années de cotisations (avec un minimum). 2. Fonction des salaires perçus durant toute la vie active, à l'intérieur d'une fourchette.	Oui, possibilité de se désengager du SERPS en s'affiliant à des régimes complémentaires remplissant certaines conditions.

Source: *Étude des régimes de retraite des États membres de l'Union européenne*, mai 2000



TABLEAU 4: Régimes professionnels de retraite

Pays	Nature du régime (des régimes)	Fournisseurs de services/produits de retraite	Cotisations	Produits de retraite – prestations/cotisations définies/régimes hybrides
<b>1. Autriche</b>	Volontaire – pas d'obligation pour les salariés ou les employeurs. 11% de la population active est concernée.	Compagnies d'assurance-vie, caisses de retraite et entreprises par constitution de provisions (déductions fiscales limitées, protection contre l'insolvabilité dans une certaine mesure).	Pas de règle générale applicable à tous les cas de figure; détermination en fonction du régime de retraite.	Les régimes de retraite reposant sur des caisses de retraite et des compagnies d'assurance-vie sont financés par capitalisation; les pensions qui sont financées par des provisions reposent en partie sur la capitalisation. On rencontre couramment tant des pensions à cotisations définies que des pensions à prestations définies.
<b>2. Belgique</b>	Partiellement volontaire: tout salarié embauché après la création du régime de retraite est tenu d'y adhérer. En l'absence d'un tel régime, libre choix du salarié. 31% de la population active sont couverts par ce type de régime.	Fonds de pension, compagnies d'assurance-vie. La constitution de provisions au passif du bilan n'est pas autorisée.	Pas de règle générale. Cotisations définies dans les régimes individuels.	Capitalisation. Pour l'essentiel, système de cotisations définies.
<b>3. Danemark</b>	Obligatoire; conventions collectives. 80% de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Fonds de pension, compagnies d'assurance-vie et banques.	Cotisations versées par les salariés: 12% en moyenne.	Capitalisation; essentiellement à cotisations définies.
<b>4. Finlande</b>	1. Obligatoire de par la loi; l'employeur est tenu de gérer un fonds de retraite professionnel, et le salarié doit y adhérer (pilier 1). 2. Régimes complémentaires facultatifs (pilier 2).	1. Compagnies d'assurance et fonds de retraite: recours obligatoire à une compagnie d'assurance pour moins de 300 affiliés; au-delà, l'employeur peut créer son propre fonds de retraite. 2. Les régimes complémentaires facultatifs doivent compter, selon le cas, au moins 30 affiliés (caisses de retraite d'entreprise) ou au moins 300 (fonds de retraite).	1. Cotisation moyenne de 21,5%, dont 4,7% à charge du salarié (en 2000), le reste à charge de l'employeur. 2. Primes presque entièrement versées par l'employeur mais le salarié cotise aussi dans certains régimes (généralement entre 0 et 3% du salaire annuel).	1. Régime mixte: répartition – capitalisation selon la branche. Prestations définies. 2. D'une manière générale, capitalisation et prestation définies.
<b>5. France</b>	1. La loi rend obligatoire l'adhésion aux régimes ARRCO/AGIRC. 100% de la population active sont ainsi couverts par un régime de retraite professionnel. Ces régimes entrent au 1er janvier 2000 dans le champ d'application du règlement communautaire de coordination des régimes de sécurité sociale. 2. Il est possible de souscrire à des régimes	1. Les organismes de retraite (ayant adhéré aux régimes ARRCO ou AGIRC) sont gérés par les partenaires sociaux. 2. Les régimes de retraite volontaires sont en général gérés par les compagnies d'assurance-vie.	1. Les cotisations dues dans le cadre des régimes ARRCO s'élèvent à 3,75% du salaire annuel pour l'employeur et à 2,5% pour le salarié. Les cotisations aux régimes AGIRC sont légèrement supérieures. 2. Pas de règle générale pour les	1. La partie obligatoire est financée selon le principe de la répartition (ARRCO/AGIRC). 2. Le montant des pensions au-delà du minimum obligatoire est financé selon le principe de la capitalisation.

	complémentaires sur une base volontaire.		régimes individuels.	
<b>6. Allemagne</b>	Volontaire. Repose sur l'initiative des employeurs. Le régime de pension de retraite professionnel concerne environ 50% de la population active.	Entreprises, par la constitution de provisions (protection obligatoire contre l'insolvabilité), caisses de retraite, compagnies d'assurance-vie et caisses de secours.	Pas de règle générale applicable à tous les cas de figure; détermination en fonction du régime de retraite.	Capitalisation. (Pour les fonctionnaires, financement par répartition). Prestations définies.
<b>7. Grèce</b>	Volontaire – à l'initiative de l'employeur. 5% de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Pour l'essentiel, compagnies d'assurance-vie; dans une moindre mesure, fonds de pension.	Pas de règle générale. Cotisations fixées dans chaque plan de retraite individuel.	Capitalisation. Prestations définies.
<b>8. Irlande</b>	Volontaire – 50% de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Fonds d'investissement (fonds de pension).	Pas de règle générale – cotisations fixes pour les régimes individuels. L'administration fiscale édicte néanmoins des règles définissant le montant maximum des pensions.	Capitalisation (répartition pour les fonctionnaires). Pour l'essentiel, prestations définies.
<b>9. Italie</b>	Volontaire de la part du travailleur. L'adhésion des entreprises est liée aux contrats de travail qu'elles appliquent.	Fonds de pension. Pour les nouveaux fonds, les placements sont confiés à des gestionnaires (banques, compagnies d'assurance, sociétés d'investissement ou sociétés de gestion de fonds mutuels), et le paiement des prestations de pension est confié à des compagnies d'assurance.	Pas de règle générale. Les règles fiscales sont un facteur important dans la définition des cotisations.	Capitalisation. Les nouveaux fonds sont à cotisations définies. Les anciens régimes sont à prestations définies ou hybrides
<b>10. Luxembourg</b>	Volontaire – Ce type de régime n'est ouvert qu'aux personnes dont les revenus dépassent le plafond de la sécurité sociale; 30% de la population sont couverts par un tel régime de retraite professionnel.	Compagnies d'assurance-vie, fonds de pension ou entreprises par constitution de provisions au passif du bilan (pas d'assurance obligatoire contre l'insolvabilité).	Pas de règle générale – cotisations fixées dans chaque régime individuel.	Principe de la capitalisation. Prestations définies.
<b>11. Pays-Bas</b>	En partie volontaire (à la demande des partenaires sociaux, le ministère des affaires sociales peut rendre un régime obligatoire). 91% (1991) de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Ces régimes de retraite professionnels peuvent relever d'une entreprise ou d'une branche, ou encore être gérés par des compagnies d'assurance-vie.	Pas de règle générale, les cotisations sont définies au niveau de chaque régime.	Capitalisation. Généralement à prestations définies.
<b>12. Portugal</b>	Volontaire – 15% de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Les fonds de pension sont gérés par des compagnies d'assurance-vie ou des sociétés de gestion de fonds de pension.	Pas de règle générale – les cotisations sont fixées dans les régimes individuels.	Capitalisation. Prestations définies.
<b>13. Espagne</b>	Volontaire – 15% de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Compagnies d'assurance-vie, fonds de pension, mutuelles de prévoyance (en règle générale, la constitution de provisions au passif du bilan n'est pas autorisée).	Pas de règle générale – les cotisations sont définies au niveau de chaque régime.	Principe de la capitalisation. Système mixte.

<b>14. Suède</b>	Obligatoire; conventions collectives. 90% de la population active sont couverts par un régime de retraite professionnel.	Entreprises par le biais des réserves comptables (avec une assurance crédit obligatoire et une garantie de l'État ou municipale); caisses de retraite d'entreprise et compagnies d'assurance-vie.	Pas de règle générale, les cotisations sont définies au niveau de chaque régime.	Capitalisation. Prestations définies. (Les régimes de fonctionnaires sont financés selon le principe de la répartition).
<b>15. Royaume-Uni</b>	Volontaire – env. 46% des salariés sont couverts par un régime professionnel (bien que le SERPS soit, de fait, obligatoire pour les salariés; cf. 15.2.1).	La plupart des régimes sont actuellement créés par des employeurs conformément au droit de la fiducie. Banques, compagnies d'assurance, gestionnaires d'actif, comptables, actuaires et sociétés immobilières.	Pas de règle générale, les cotisations sont définies au niveau de chaque régime.	Capitalisation (pour les régimes de retraite professionnels par capitalisation, il existe un plafond de revenu annuel (115.929 EUR); au-delà de ce plafond, il existe des régimes de retraite professionnels financés selon le principe de la répartition). Généralement à prestations définies.

Source: *Étude des régimes de retraite des États membres de l'Union européenne*, mai 2000

**TABLEAU 5: Organismes et principes de surveillance**

Pays	Organisme de surveillance et de réglementation	Principes de surveillance – fonds de pension
<b>1. Autriche</b>	Pour les entreprises d'assurance-vie, l'autorité de contrôle et de réglementation est le ministère fédéral des finances, groupe V/D, et pour les caisses de retraite, le ministère fédéral des finances, service V/14.	Le contrôle s'effectue sur pièces, sur la base des rapports annuels, des documents actuariels et des données statistiques qui sont fournies périodiquement ou annuellement. Des inspections sur place ont lieu régulièrement auprès des compagnies d'assurance-vie; elles sont aussi possibles auprès des caisses de retraite, mais sont peu courantes.
<b>2. Belgique</b>	Autorité de surveillance et de réglementation des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension: ministère des affaires économiques et Office de contrôle des assurances.	La surveillance des fonds de pension s'effectue sur dossier. Quoique toujours possibles, les inspections sur place sont rares.
<b>3. Danemark</b>	La réglementation et la surveillance des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension sont assurées par l'Organisme de surveillance des établissements financiers.	Celui-ci est autorisé à effectuer des visites sur place et à procéder à des contrôles sur dossier à partir des comptes annuels, des rapports d'audit, du compte de patrimoine, etc.
<b>4. Finlande</b>	La surveillance des entreprises d'assurance et des fonds de retraite est assurée par l'Organisme de surveillance des assurances, mais l'élaboration des dispositions applicables aux établissements d'assurance et les questions intergouvernementales les concernant relèvent du ministère des affaires sociales et de la santé.	La surveillance des fonds de retraite s'effectue à partir des comptes annuels, des rapports actuariels et des informations statistiques reçues chaque année. L'autorité de surveillance des assurances peut les inspecter à tout moment et participer à certaines réunions en qualité d'observateur.
<b>5. France</b>	L'organe de réglementation des compagnies d'assurance-vie est le ministère des finances. L'organisme de surveillance des entreprises d'assurance vie est la Commission de contrôle des assurances. Pour les institutions de prévoyance et les mutuelles du code de la mutualité, l'autorité réglementaire est le ministre chargé des affaires sociales et l'autorité de surveillance la Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance. La réglementation des régimes complémentaires relève du ministre en charge de la sécurité sociale et leur contrôle de la Cour des comptes et de l'Inspection générale des affaires sociales.	Les organismes de retraite étant financés selon le principe de la répartition, les règles prudentielles et les modalités de tutelle diffèrent de celles applicables aux régimes professionnels de retraite fonctionnant selon le principe de la capitalisation.
<b>6. Allemagne</b>	L'autorité de réglementation compétente pour les compagnies d'assurance-vie et les caisses de retraite est le ministère fédéral des finances. La surveillance incombe à l'Office fédéral de contrôle des assurances ou à l'organisme de contrôle de chaque Land.	La surveillance des caisses de retraite s'effectue par vérification et, le cas échéant, par acceptation des documents à produire. En font partie: les statuts, les conditions générales d'assurance, le plan d'exploitation technique avec mention des principes régissant le calcul des primes et des provisions, notamment les bases de calcul et les formules mathématiques utilisées, ainsi que les calculs concrets effectués par roulement, de même que tous les documents comptables externes et internes. Des inspections sur place de l'ensemble des activités des caisses de retraite sont possibles. Toute modification des statuts, des conditions générales d'assurance et du plan d'exploitation technique doit être examinée et approuvée avant son entrée en vigueur.
<b>7. Grèce</b>	L'organe de surveillance et de contrôle des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension est le ministère du développement.	La surveillance s'effectue sur dossier, mais des inspections sur place sont possibles.
<b>8. Irlande</b>	La réglementation et la surveillance des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension sont assurées par le ministère des entreprises, du commerce et de l'emploi. Les régimes de retraite professionnels sont régis par la commission des pensions.	La surveillance des compagnies d'assurance-vie s'effectue conformément à la législation et à la réglementation en matière d'assurance. La surveillance des régimes de pension s'effectue conformément à la loi sur les pensions

<b>9. Italie</b>	Les pouvoirs réglementaires sont partagés essentiellement entre le ministère du travail, le ministère du trésor et la commission de contrôle des fonds de pension (la COVIP). La COVIP supervise les fonds professionnels autonomes et les fonds ouverts, tout en partageant certaines responsabilités avec la Banque d'Italie, l'ISVAP et la CONSOB. Les fonds de pension professionnels non autonomes mis en place dans les banques sont contrôlés par la banque d'Italie et l'ISVAP. Les compagnies d'assurance sont contrôlées par l'ISVAP.	<i>(Pensions Act)</i> . L'établissement de nouveaux fonds de pension et les modifications apportées aux statuts des fonds doivent être autorisés. Toutes les activités des fonds sont examinées par le biais d'un "reporting" et de réunions régulières avec les gestionnaires. Des contrôles sur place sont aussi possibles.
<b>10. Luxembourg</b>	L'organe de réglementation et de surveillance des entreprises d'assurance-vie et des fonds de pension est le Commissariat aux assurances.	La surveillance des fonds de pension s'effectue sur dossier, bien que des inspections sur place soient possibles.
<b>11. Pays-Bas</b>	Les organes de réglementation sont le ministère des finances pour les compagnies d'assurance-vie et le ministère des affaires sociales et de l'emploi pour les fonds de retraite. L'organe de surveillance des compagnies d'assurance-vie et des fonds de retraite est la Commission de surveillance des assurances.	La surveillance s'effectue sur pièces et lors d'inspections.
<b>12. Portugal</b>	L'organe de réglementation et de surveillance des compagnies d'assurance-vie et des fonds de pension est l'Institut des assurances ( <i>Instituto de Seguros de Portugal</i> ).	La surveillance des fonds de pension s'effectue sur dossier, mais des inspections sur place sont possibles.
<b>13. Espagne</b>	L'organe de réglementation et de tutelle des compagnies d'assurance-vie, des mutuelles de prévoyance sociale et des fonds de pension est le ministère des finances (division des assurances).	Le contrôle des fonds de pension s'effectue sur pièces. Des inspections sur place sont possibles.
<b>14. Suède</b>	L'organe de réglementation et de surveillance des compagnies d'assurance-vie et des mutuelles est l'Organe de surveillance financière. Les caisses de retraite d'entreprise relèvent de la collectivité locale de la région où elles se trouvent.	La surveillance des entreprises d'assurance et des mutuelles s'effectue sur dossier. Des inspections sur place sont possibles. La surveillance des caisses de retraite d'entreprise se fait essentiellement par le biais des rapports annuels.
<b>15. Royaume-Uni</b>	Les organes de réglementation sont l'Organisme de réglementation des retraites professionnelles ( <i>Occupational Pensions Regulatory Authority – Opra</i> ) pour les régimes de pension et la <i>Financial Services Authority (FSA)</i> pour les compagnies d'assurance-vie.	En tant qu'organe de réglementation, l'Opra veille à ce que les régimes de pension respectent la législation; par ailleurs il tient un registre des régimes professionnels et des plans d'épargne-retraite personnels; il peut aussi procéder à des contrôles sur place.

Source: *Étude des régimes de retraite des États membres de l'Union européenne*, mai 2000

**TABLEAU 6: Règles prudentielles applicables aux fonds de pension et régime fiscal des retraites professionnelles**

Pays	Règles prudentielles	Régime fiscal
<b>1. Autriche</b>	Les caisses de retraite sont soumises à une marge de solvabilité. Prescrite par la loi sur les caisses de retraite, celle-ci s'élève à 1% des provisions techniques. Les placements d'actifs des caisses de retraite sont réglementés par la loi. Au moins 40% du capital doivent être investis dans des obligations hypothécaires, emprunts d'État et emprunts obligataires libellés en euros. Il convient d'ajouter à cette catégorie les investissements dans les fonds de placement, qui investissent davantage que les actifs susmentionnés. Les placements en actions et autres valeurs mobilières ne peuvent dépasser 40%. Dans le cadre de cette limite, un maximum de 25% du capital peut être investi en actions et autres valeurs mobilières libellées en devises. Les placements dans des biens immobiliers sont admis à concurrence de 20% du capital, dont 10% en biens immobiliers à l'étranger. À cela s'ajoutent d'autres plafonds pour tel ou tel risque spécifique. Aucune exigence de congruence n'est prévue pour la couverture.	Régime "EET" pour les cotisations de l'employeur; les cotisations du salarié ne sont déductibles que de façon limitée; les prestations ne sont imposées qu'à 25%.
<b>2. Belgique</b>	Les fonds de pension ne sont soumis à aucune exigence particulière en matière de marge de solvabilité. Un projet de loi prévoit toutefois pour les fonds de pension, dans certaines circonstances, l'obligation de respecter une marge de solvabilité. Selon la réglementation applicable aux fonds de pension, 15% au plus dans l'entreprise à l'origine de la création du fonds de pension, 40% au plus en biens immobiliers, 10% demeurant sous forme de dépôts. Les créances scripturales doivent être libellées dans la même devise que les engagements, ou dans une monnaie convertible.	EET (la sortie en capital est imposée au taux de 16,5%, la sortie en rente au taux habituel de l'impôt sur le revenu).
<b>3. Danemark</b>	Les fonds de pension, tout comme les compagnies d'assurance-vie, sont soumis aux règles énoncées par les directives sur les assurances vie, c'est-à-dire qu'ils font l'objet des mêmes règles en matière de marge de solvabilité et de provisions techniques. La proportion d'investissements en actifs à risques (actions danoises ou étrangères et titres hors cote) ne peut dépasser 40%. Par ailleurs, un maximum de 20% peut être investi dans des actifs étrangers, des prêts hypothécaires et des fonds communs de placement, et 40 à 60% en titres relevant de la dette publique intérieure. Un taux de congruence monétaire d'au moins 80% est requis. Jusqu'à 50% des engagements peuvent être couverts par des actifs libellés en euros. L'auto-investissement n'est pas autorisé.	EET: un impôt spécifique est perçu sur les intérêts des titres obligataires, et un impôt de 5% sur les intérêts des actions (à compter de 2000, le taux d'imposition sur les revenus générés par des titres obligataires sera de 26% et le taux d'imposition sur les intérêts générés par des actions de 5%). Les sorties en rente sont imposées au même titre que les autres revenus des personnes physiques, et les sorties en capital au taux de 40%.
<b>4. Finlande</b>	Les fonds de retraite ne sont pas tenus de respecter une marge de solvabilité et ne sont soumis à aucune exigence particulière en matière de garantie. Un certain nombre de règles s'appliquent toutefois en matière d'investissement.	EET.
<b>5. France</b>	Il n'existe pas à proprement parler de fonds de pension en France.	Le régime fiscal des pensions est celui du revenu des personnes physiques.
<b>6. Allemagne</b>	À compter de 1999, les caisses de retraite doivent en particulier satisfaire aux mêmes exigences de solvabilité que les autres entreprises d'assurance-vie. La marge de solvabilité atteint alors jusqu'à 4% des provisions techniques, ou 0,3% des capitaux soumis à risques, dans la mesure où le fonds de garantie minimum est dépassé. Une série d'éléments d'actifs que la loi classe parmi les placements à haut risque ne peuvent faire partie qu'à hauteur d'un certain pourcentage des actifs soumis à restrictions. Les participations dans des entreprises ayant leur siège dans la CE sont soumises à un plafond de 30%, qui peut être porté à un maximum de 35% en vertu d'une clause d'extension spéciale. Une fois utilisée, cette clause ne peut plus être invoquée pour d'autres placements. Les participations dans une seule et même entreprise sont soumises à un plafond spécifique de 10%. Les terrains et les immeubles se	TTE / EET

	voient appliquer un plafond de 25% et les placements dans les pays tiers sont soumis à un plafond de 6% pour les participations non communautaires et de 5% pour les obligations non communautaires. Dans la mesure où les actifs affectés sont consacrés aux provisions techniques pour des risques couverts dans la Communauté européenne ou pour des contrats d'assurance-vie qui y ont été conclus, un maximum de 5% du montant des provisions techniques (partie distincte des actifs affectés) et de 20% des autres actifs affectés peuvent être placés dans des États extérieurs à la Communauté européenne. Il existe en principe une obligation de couverture respectant la congruence monétaire. Cette obligation ne s'applique pas tant que les actifs représentatifs des provisions techniques et les autres actifs affectés qu'il convient d'investir ne dépassent pas respectivement un plafond de 20% des obligations dans une monnaie donnée.	
<b>7. Grèce</b>	Les fonds de pension ne sont soumis à aucune exigence particulière en matière de marge de solvabilité. Les placements ne font l'objet d'aucune restriction. Toutefois, les fonds de pension ne peuvent placer plus de 20% de leurs actifs dans des fonds communs de placement autorisés à investir dans des actifs étrangers. Il n'existe aucune exigence quant à la devise dans laquelle doivent être libellés les actifs.	Les pensions sont imposées au même titre que les autres revenus des personnes physiques.
<b>8. Irlande</b>	La réglementation du secteur des assurances s'inspire des directives de l'UE en matière d'assurance-vie et comporte un certain nombre de dispositions imposant aux compagnies d'assurance vie en général une diversification de leurs actifs, l'évaluation prudentielle des créances et engagements et le respect d'une marge de solvabilité.	Les sorties en rente sont exonérées d'impôts dans certaines limites. Les autres formes de pension sont imposées au même titre que les autres revenus des personnes physiques.
<b>9. Italie</b>	Pour les nouveaux fonds professionnels, aucune marge de solvabilité n'est nécessaire dans la mesure où il s'agit de plans à contributions définies et que les versements des prestations sont confiés à des compagnies d'assurance. Ces fonds ne peuvent gérer directement leurs actifs mais doivent nommer des gestionnaires (banques, compagnies d'assurance, sociétés d'investissement ou sociétés gestionnaires de fonds mutuels). Un principe général de "personne prudente" est appliqué aux investissements, avec des limites quantitatives afin d'assurer une diversification appropriée et de limiter les placements dans l'entreprise sponsor. Les règles prudentielles limitent les placements en titres non négociés sur les principaux marchés réglementés et en titres émis par des résidents établis hors des pays de l'OCDE.	La fiscalité des fonds de pension a été récemment réformée. Une nouvelle réglementation fiscale, qui sera d'application en 2001, a été récemment approuvée. Selon cette réglementation: les contributions ne seront plus imposables jusqu'à un certain plafond; les revenus des fonds de pension (y compris les gains en capital) feront l'objet d'un taux d'imposition de 11%; les prestations versées en capital feront l'objet d'une imposition séparée. Les prestations de retraite seront imposées en tant que revenu et de manière progressive.
<b>10. Luxembourg</b>	Les fonds de pension ne sont soumis à aucune exigence particulière en matière de marge de solvabilité. Un certain nombre de règles s'appliquent toutefois au placement des actifs, qui doivent être diversifiés. Un certain nombre de restrictions s'appliquent en outre concernant la localisation des actifs. Il n'existe pas non plus d'obligation particulière quant à la devise dans laquelle doivent être libellés les placements.	Les cotisations des salariés ne sont fiscalement déductibles que dans des limites modestes. Les sorties en capital bénéficient d'un traitement fiscal préférentiel.
<b>11. Pays-Bas</b>	Les fonds de retraite ne sont soumis à aucune exigence particulière en termes de marge de solvabilité légale. Toutefois, les fonds de retraite fonctionnent selon le principe de la capitalisation, et les actifs doivent être au moins équivalents aux provisions techniques. Les fonds de retraite aux Pays-Bas sont soumis à une limite d'auto-investissement de 5%. Les investissements doivent obéir aux règles de prudence. Il n'existe aucune exigence particulière en matière de congruence monétaire.	EET.
<b>12. Portugal</b>	Les fonds de pension doivent respecter les mêmes marges de solvabilité que les compagnies d'assurance-vie.	Les cotisations aux régimes de pension sont,

<b>13. Espagne</b>	<p>les compagnies d'assurance-vie.</p> <p>Les fonds de pension doivent respecter une marge de solvabilité de 4% des réserves mathématiques et de 0,3% du capital risque au titre des risques d'invalidité et de décès. Par ailleurs, une marge de solvabilité minimum de 224.148 EUR est appliquée aux régimes à prestations définies lorsque les risques sont assumés par le fonds même et non par une entreprise d'assurance. Les politiques de placement des fonds de pension doivent respecter le principe général de diversification. Les placements sont limités à 5% du total des titres en circulation de l'entreprise considérée. 90% des actifs des fonds de pension doivent être placés en titres cotés, en dépôts, en biens immobiliers ou en prêts hypothécaires. Un minimum de 1% des actifs doit être placé sur des dépôts à vue ou sur le marché monétaire. Il n'existe aucune exigence quant à la devise dans laquelle doivent être libellés les actifs. La somme des placements d'un fonds en actions d'une entreprise et des risques assumés par le fonds du fait de crédits accordés à celle-ci ou garantis par elle ne doit pas dépasser 10% du total des actifs financiers du fonds. Ces limites s'appliquent aussi aux titres émis et aux crédits contractés ou garantis par différentes entreprises d'un même groupe. Elles ne s'appliquent pas à certains émetteurs comme l'État.</p>	<p>dans certaines limites, fiscalement déductibles.</p> <p>Les pensions sont imposées au même titre que les autres revenus.</p>
<b>14. Suède</b>	<p>Les fonds de pension ne sont soumis à aucune exigence particulière en matière de marge de solvabilité. Les engagements des caisses de retraite d'entreprise sont calculés au moyen de modèles fournis par l'autorité de surveillance financière. Il n'existe pas de règle spécifique concernant les placements de ces caisses, sauf une disposition statutaire précisant que les capitaux doivent être investis de façon prudente, c'est-à-dire, pour l'essentiel, en obligations, en prêts et en avances aux cotisants. Il n'existe pas non plus de critère de congruence monétaire. Les mutuelles peuvent se soumettre volontairement aux règles des directives sur l'assurance. Dans le cas contraire, elles doivent se conformer aux dispositions nationales de la loi sur les mutuelles, qui produisent les mêmes effets.</p>	<p>Les caisses de retraite d'entreprise sont imposées sur un revenu théorique correspondant au rendement de leurs placements, à l'exclusion des risques.</p>
<b>15. Royaume-Uni</b>	<p>La plupart des régimes de retraite professionnels à prestations définies et de type fiducies du secteur privé doivent respecter l'obligation de solvabilité minimale (seuil de désistement offrant aux adhérents au régime une garantie suffisante que, en cas d'insolvabilité de l'employeur à l'origine du fonds, le régime sera en mesure d'honorer les droits acquis). Les actifs des régimes de pension professionnels sont investis selon les principes de prudence. Sauf pour certains dispositifs de taille minime, l'auto-investissement dans l'entreprise à l'origine du fonds est aussi limité à 5%. Il n'existe aucune exigence spécifique en matière de congruence monétaire.</p>	<p>EET (les sorties en capital font l'objet d'un traitement fiscal préférentiel).</p>

Source: *Étude des régimes de retraite des États membres de l'Union européenne*, mai 2000



**TABLEAU 7: Plans de retraite personnels / Accords individuels**

Pays	Fournisseurs/gestionnaires de plans de retraite personnels	Régime fiscal
<b>1. Autriche</b>	Compagnies d'assurance-vie	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>2. Belgique</b>	Compagnies d'assurance-vie et banques.	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>3. Danemark</b>	Compagnies d'assurance et fonds de pension.	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>4. Finlande</b>	Compagnies d'assurance-vie	Les primes ne sont pas fiscalement déductibles (sauf pour les contrats de retraite répondant à certains critères). Le produit de ces polices d'assurance est considéré comme un revenu d'investissement imposable, une fois déduites les primes du capital dû. Le solde est imposé à 28 %.
<b>5. France</b>	Compagnies d'assurance-vie	Dans le cadre des contrats d'assurance-vie à versements périodiques, dont la définition est très encadrée, les personnes physiques bénéficient de réductions d'impôts au titre des primes.
<b>6. Allemagne</b>	Compagnies d'assurance-vie	Les entreprises d'assurance-vie proposent des services financiers par capitalisation pour l'assurance-vieillesse, l'assurance invalidité et la pension de réversion. Les cotisations d'assurance-vie sont déductibles des impôts si le contrat d'assurance a une durée d'au moins 12 ans. Les prestations versées à l'expiration du contrat ne sont pas imposées. Pour les rentes viagères, seule est imposée – forfaitairement – la partie correspondant aux intérêts pendant la période où la pension est perçue.
<b>7. Grèce</b>	Compagnies d'assurance-vie	Primes déductibles de l'impôt sur le revenu dans la limite de 15% des primes annuelles versées.
<b>8. Irlande</b>	Compagnies d'assurance-vie	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>9. Italie</b>	Compagnies d'assurance-vie	Les primes des contrats d'assurance-vie sont assujetties à un impôt égal à 2,5% de leur montant. Elles sont déductibles à hauteur de 19% de leur montant global avec un plafond de 1.241.142 euros/an.
<b>10. Luxembourg</b>	Compagnies d'assurance-vie	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>11. Pays-Bas</b>	Compagnies d'assurance-vie	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>12. Portugal</b>	Compagnies d'assurance-vie et sociétés de gestion de fonds de pension.	Primes et cotisations fiscalement déductibles sous certaines conditions.
<b>13. Espagne</b>	Compagnies d'assurance-vie et sociétés de gestion de fonds de pension.	Les primes ne sont pas fiscalement déductibles. Les cotisations aux plans de pension sont déductibles.
<b>14. Suède</b>	Essentiellement les compagnies d'assurance-vie et les banques.	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions. Les bénéfices sont imposés au titre des revenus. Le produit des contrats de capitalisation est soumis à un impôt spécifique au niveau de la compagnie d'assurance.
<b>15. Royaume-Uni</b>	Ces produits sont généralement fournis par des compagnies d'assurance-vie, mais peuvent également l'être par des banques, des sociétés immobilières, des sociétés mutualistes et des fonds communs de placement.	Primes fiscalement déductibles sous certaines conditions.

Source: *Étude des régimes de retraite des États membres de l'Union européenne*, mai 2000



## PUBLICATIONS RÉCENTES DANS LA SÉRIE AFFAIRES ÉCONOMIQUES

Ces documents sont tous disponibles en version imprimée. Certains d'entre eux peuvent aussi être téléchargés sur l'INTERNET, à la page

<http://www.europarl.eu.int/dg4/wkdocs/catalog/en/catecon.htm>

### **La réforme fiscale dans les Pays Membres de l'Union européenne**

*(ECON 127, septembre 2001, En, Fr, De)*

### **La situation économique de l'Union européenne et les perspectives pour 2001-2002**

*(ECON 126, janvier 2001, En, Fr, De)*

### **Coordination fiscale dans l'Union européenne**

*(ECON 125, décembre 2000, En, Fr, De)*

### **Le marché unique des services financiers: effets sur la croissance, l'emploi et l'économie réelle**

*(ECON 124, janvier 2001, En, Fr, De)*

### **Amélioration des paiements transfrontaliers dans la zone euro**

*(ECON 123, août 2000, En, Fr, De)*

### **Stratégies pour l'économie de l'UE**

*(ECON 122, avril 2000, En, Fr, De)*

### **Aspects relatifs à la protection des consommateurs dans les directives d'amendement des OPCVM du 17 juillet 1998**

*(ECON 121, novembre 1999, En, Fr, De)*

### **Taux de change et politique monétaire**

*(ECON 120, août 2000, En, Fr, De)*

### **Fonctionnement et contrôle des établissements financiers internationaux**

*(ECON 118, mars 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

### **L'UEM et l'élargissement: les enjeux stratégiques**

*(ECON 117, janvier 2000, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

### **Détermination des taux d'intérêt**

*(ECON 116, décembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

### **Options de la BCE en matière de gestion des taux de change**

*(ECON 115, octobre 1999, En, Fr, De)*

### **L'euro comme "Devise parallèle", 1999-2002**

*(ECON 114, septembre 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

### **L'investissement public et privé dans l'Union européenne**

*(ECON 113, mai 1999, En, Fr, De)*

### **La politique monétaire de la BCE au regard de l'article 105 du traité CE**

*(ECON 112, mai 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

### **Les coûts de main-d'œuvre et la politique salariale dans l'UEM**

*(ECON 111, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**La transmission de la politique monétaire dans la zone euro**

*(ECON 110, avril 1999, En, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**La prévision des déficits budgétaires**

*(ECON 109, avril 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**La faisabilité d'une "taxe Tobin" internationale**

*(ECON 107, mars 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**Surveillance prudentielle dans le contexte de l'UEM**

*(ECON 102, rév., mars 1999, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**UEM: les relations entre les "participants" et les "non participants"**

*(ECON 106, octobre 1998, En, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**La concurrence fiscale dans l'Union européenne**

*(ECON 105, octobre 1998, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**Ajustement aux chocs asymétriques**

*(ECON 104, septembre 1998, En, Fr, De)*

**Les conséquences sociales des modifications des taux de la TVA**

*(ECON 103, avril 1998, En, Fr, De, résumé/conclusions dans toutes les langues)*

**Le rôle international de l'euro**

*(ECON 101, mars 1998 En, Fr, De, résumé dans toutes les langues)*

**Les conséquences économiques et sociales de la suppression du "duty free" à l'intérieur de l'UE**

*(W 30, octobre 1997, En, Fr, De, résumé dans toutes les langues)*

**Options pour un régime définif de TVA**

*(E 5, septembre 1995, En, Fr, De)*