

COMMUNAUTÉ ÉCONOMIQUE EUROPÉENNE
COMMISSION

Le développement d'un marché européen des capitaux

Rapport d'un groupe d'experts
constitué par la Commission de la CEE

Bruxelles, novembre 1966

COMMUNAUTE ECONOMIQUE EUROPEENNE

Commission

**Le développement
d'un marché européen des capitaux**

Rapport d'un groupe d'experts constitué par la Commission de la CEE

BRUXELLES, NOVEMBRE 1966

Avant-propos

L'article 67 du traité instituant la Communauté économique européenne prévoit que les Etats membres suppriment progressivement entre eux les restrictions et discriminations affectant les mouvements de capitaux, au cours de la période de transition et dans la mesure nécessaire au bon fonctionnement du Marché commun.

C'est dans ce dessein que, en 1960 et 1962, deux directives arrêtées par le Conseil de la CEE sur proposition de la Commission ont supprimé, pour certaines importantes catégories de transactions, les restrictions de change s'opposant au libre déplacement des capitaux à l'intérieur de l'espace communautaire. Cependant, en raison des progrès accélérés réalisés sur la voie de l'intégration économique et de la définition de politiques communes, un déphasage entre les diverses évolutions s'est rapidement instauré. De nouveaux progrès vers le développement d'un marché européen des capitaux sont donc apparus nécessaires.

Les débats qui ont eu lieu au sein des instances communautaires, et notamment du comité monétaire, ont montré que les mesures aptes à favoriser de tels progrès seraient d'autant plus efficaces qu'elles procéderaient d'une vision précise des objectifs, des modalités et des implications de l'intégration recherchée. Dans ce but, la Commission a décidé de confier à un groupe d'experts indépendants l'étude de l'ensemble des problèmes posés, pour le fonctionnement des marchés des capitaux dans la Communauté, par la mise en œuvre du Traité.

Le groupe d'experts était composé des personnalités suivantes:

- Dr. A. BATENBURG, directeur général de l'Algemene bank Nederland, Amsterdam;
- Prof. J. L. BLONDEEL, président de la Kredietbank S.A., Luxembourg;
- Prof. G. DELLA PORTA, directeur du bureau d'études du Banco di Roma, Rome;
- Prof. A. FERRARI, directeur général de la Banca nazionale del lavoro;
- M. R. FRANCK, directeur à la Banque internationale, Luxembourg;
- Dr. L. GLESKE, président de la Landeszentralbank in Bremen, Brême;
- M. J. GUYOT, associé-gérant chez MM. Lazard frères et C^{ie}, Paris;
- M. A. LAMFALUSSY, administrateur-directeur de la Banque de Bruxelles, maître de conférences à l'université de Louvain;
- Prof. Dr. H. MÖLLER de l'université de Munich, directeur de l'Institut für internationale Wirtschaftsbeziehungen, Munich;
- M. G. PLESCOFF, directeur de la Caisse des dépôts et consignations, Paris;
- Prof. C. SEGRÉ, directeur des études à la direction générale des affaires économiques et financières de la Commission de la CEE;
- Prof. P. TABATONI, de la faculté de droit et des sciences économiques, Paris.

Diverses personnalités ont par ailleurs été étroitement associées aux travaux du groupe:

- M. P. BARRE, directeur des études à la Banque européenne d'investissement;
- M. R. BERTRAND, directeur des paiements à l'OCDE;
- M. E. ISRAEL, attaché à la direction de la Banque internationale, Luxembourg;
- M. G. SERTOLI, directeur des finances et de la trésorerie à la Banque européenne d'investissement;
- M. A. R. A. THEUNISSEN, directeur général du crédit et des investissements à la CECA;
- M. P. WERTHAUER, chef de division à la direction générale du crédit et des investissements de la CECA.

La présidence du groupe a été confiée au représentant de la Commission, M. Claudio SEGRÉ, qui a également assuré la coordination des travaux de préparation du rapport.

Le groupe d'experts a présenté le rapport que l'on trouvera ci-après. La Commission tient à lui exprimer ses remerciements et son appréciation pour l'important travail qu'il a accompli. La Commission considère que ce rapport, qui ne préjuge évidemment pas la position qu'elle sera amenée à prendre sur les problèmes examinés, fournit une base excellente pour l'accomplissement des tâches qui lui incombent dans ce domaine.

Bruxelles, novembre 1966.

Sommaire

	<i>Pages</i>
AVANT-PROPOS	5
PRÉSENTATION DU RAPPORT	11
RÉSUMÉ DU RAPPORT	15
 Première partie: LES ÉLÉMENTS DU PROBLÈME	 37
Chapitre 1 : Les fondements et les conditions du développement d'un marché européen des capitaux	39
I. Les fondements économiques d'un marché européen des capitaux	40
II. Les conditions du développement d'un marché européen des capitaux : le rôle des pouvoirs publics et des institutions financières	47
Chapitre 2 : Les problèmes de structure communs aux marchés des Etats membres de la CEE	53
I. La formation brute de capital et son financement : l'équilibre épargne-investissement	54
II. La demande de capitaux	59
III. L'offre de capitaux	68
IV. L'ajustement de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux	73
Chapitre 3 : L'état actuel des liaison entre marchés des capitaux	82
I. L'analyse des mouvements de capitaux privés à moyen et à long terme	82
II. Les mesures prises ou actuellement envisagées en application du traité de Rome afin de faciliter la circulation des capitaux	89
<i>Annexe</i> : Aperçu des régimes de contrôle des changes applicables aux principales catégories de mouvements de capitaux entre les Etats membres	93
 Deuxième partie : LES CONDITIONS D'EFFICACITÉ DES INSTRUMENTS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DANS UN MARCHÉ INTÉGRÉ	 99
Chapitre 4 : Les politiques de contrôle de la demande monétaire globale et de régulation du marché financier	101
I. Les politiques de contrôle de la demande monétaire globale	101
II. Les politiques de régulation du marché financier	112

	<i>Pages</i>
Chapitre 5 : Les politiques de stimulation de l'épargne et d'orientation des investissements	117
I. La stimulation sélective de l'épargne et des investissements	118
II. L'harmonisation des instruments	123
Chapitre 6 : Les politiques de financement des administrations et des entreprises publiques	135
I. Le recours des administrations et des entreprises publiques au marché des capitaux	136
II. Le financement des administrations et des entreprises publiques et le développement du marché européen	140
Troisième partie : L'ÉLARGISSEMENT DES CIRCUITS DU CRÉDIT	151
Chapitre 7 : Le crédit à moyen et à long terme pour l'équipement industriel	153
I. Les caractères généraux de la distribution du crédit à moyen et à long terme	153
II. Les crédits bancaires internationaux et l'interpénétration des réseaux bancaires	156
III. Les techniques de refinancement sur le marché européen	166
Chapitre 8 : Le crédit pour la construction de logements et l'équipement des collectivités locales	171
I. L'intervention des pouvoirs publics dans le financement du logement	172
II. L'élargissement des mécanismes de crédit pour le logement et l'équipement des collectivités locales	175
III. Les techniques de refinancement sur le marché européen	180
Quatrième partie : L'INTÉGRATION DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES	185
Chapitre 9 : La structure des marchés des valeurs à revenu fixe	187
I. L'offre de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu fixe	188
II. Les émissions de valeurs à revenu fixe	196
III. Le marché des euro-émissions	204
Chapitre 10 : La structure des marchés des valeurs à revenu variable	212
I. L'offre de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu variable	213
II. Les émissions de valeurs à revenu variable	227

	<i>Pages</i>
Chapitre 11 : Les conditions de fonctionnement d'un marché européen des valeurs mobilières : l'information du public, la négociation et la circulation des titres	236
I. L'information du public	236
II. Le fonctionnement des bourses de valeurs et la circulation des titres	251
<i>Annexe</i> : Schéma de prospectus pour l'émission publique de valeurs mobilières ou leur admission à la cote	265
 Cinquième partie : LA RÉDUCTION DES INÉGALITÉS DANS L'ACCÈS AU MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX	 281
Chapitre 12 : Les disparités dans les régimes de fonctionnement et de contrôle des institutions financières	283
I. Les principes et les méthodes des adaptations requises	284
II. Les banques	285
III. Les institutions spécialisées dans le crédit à moyen et à long terme	289
IV. Les caisses d'épargne et leurs organismes centraux	291
V. Les compagnies d'assurance vie	295
 Chapitre 13 : L'obstacle du risque de change	 299
I. Les problèmes relatifs à la prise en charge du risque de change	299
II. L'atténuation des risques liés aux fluctuations des cours de change autour de la parité	302
III. Les techniques de répartition des risques de change entre débiteur et créancier	303
 Chapitre 14 : Les entraves fiscales	 309
I. Les objectifs à atteindre	309
II. Les obstacles actuels	310
III. L'aménagement de l'imposition directe en matière de placements effectués par des personnes physiques	314
IV. L'aménagement de l'imposition directe en matière de placements effectués par des établissements financiers	321
V. L'aménagement des impôts indirects sur le rassemblement et sur la circulation des capitaux	326
 <i>Annexe</i> : Description sommaire des régimes fiscaux s'appliquant aux bénéfices distribués des sociétés par actions et aux intérêts d'obligations quand ils sont reçus par des personnes physiques et tableaux synoptiques relatifs à l'incidence de ces régimes sur les revenus	 330

ANNEXE STATISTIQUE

	<i>Pages</i>
n° 1 - Formation intérieure brute de capital et son financement	357
n° 2 - Epargne rapportée au produit national brut et à la formation intérieure brute de capital	359
n° 3 - Taux de couverture des investissements des administrations publiques par leur épargne brute	361
n° 4 - Taux d'autofinancement brut des entreprises	362
n° 5 - Dimensions des marchés consolidés des capitaux	364
n° 6 - Moyens fournis par les divers compartiments du marché des capitaux	365
n° 7 - Emissions intérieures nettes de valeurs mobilières à moyen et à long terme	366
n° 8 - Crédits à moyen et à long terme à l'économie	367
n° 9 - Emissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme pour le financement du secteur public dans les pays de la CEE	368
n° 10 - Financement externe des entreprises	370
n° 11 - Structure financière des entreprises	372
n° 12 - Répartition des placements financiers nets des secteurs non financiers	373
n° 13 - Mouvements de capitaux privés à long terme	374
n° 14 - Forme des mouvements de capitaux privés à long terme	376
n° 15 - Emissions publiques d'obligations étrangères	378
n° 16 - Emissions publiques d'obligations étrangères ventilées selon les marchés d'émission et la résidence des émetteurs	379
n° 17 - Formation brute de capital fixe dans le secteur du logement	380
n° 18 - Répartition des acquisitions nettes de valeurs à revenu fixe	381
n° 19 - Rendements apparents et rendements réels à prix constants des valeurs à revenu fixe	383
n° 20 - Emissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme	384
n° 21 - Emissions continues de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme	387
n° 22 - Emissions de valeurs à revenu variable	388
n° 23 - Capitalisation boursière des valeurs à revenu variable	389
n° 24 - Montant des actifs des sociétés d'investissements et des fonds communs de placement	390
n° 25 - Emissions brutes d'obligations convertibles	391
n° 26 - Nombre de valeurs étrangères à revenu variable cotées sur neuf places internationales à la date du 31 décembre 1964	392
n° 27 - Placements des compagnies d'assurance vie	393
n° 28 - Placements des caisses d'épargne et de leurs institutions centrales	394
n° 29 - Emplois des banques sous forme de crédits et de valeurs mobilières	396
n° 30 - Emplois des institutions spécialisées sous forme de crédits et de valeurs mobilières	398

PRÉSENTATION DU RAPPORT

Mandat du groupe d'experts

1. Le mandat confié par la Commission au groupe d'experts comportait cinq tâches essentielles qui peuvent être résumées de la manière suivante :

a) définir et situer les objectifs du développement d'un marché européen des capitaux en fonction, d'une part, des perspectives fixées par le traité de Rome — notamment dans ses dispositions de caractère financier — et, d'autre part, de l'opportunité de faire converger vers des solutions communes les efforts actuellement mis en œuvre en vue d'améliorer le fonctionnement des marchés dans les divers Etats membres;

b) analyser les différences qui existent dans l'organisation des marchés des Etats membres et en mesurer les conséquences afin de cerner les facteurs constitutifs des cloisonnements actuels;

c) dresser un état des flux intracommunautaires de capitaux au stade actuel, où subsistent des cloisonnements entre marchés financiers, afin d'apprécier l'importance que pourra revêtir l'élargissement du marché au cadre européen;

d) rechercher l'incidence de la constitution d'un marché européen des capitaux sur les conditions de mise en œuvre par les Etats membres de politiques économiques recourant à titre principal à des instruments de nature financière;

e) analyser les adaptations que l'intégration des marchés suppose en ce qui concerne la structure et le fonctionnement des institutions financières.

Le groupe se voyait chargé de soumettre dans son rapport des recommandations précises sur les différents points précédents, recommandations à partir desquelles les instances communautaires pourraient proposer les mesures concrètes à prendre.

Portée de l'étude

2. Conformément aux commentaires accompagnant les directives du mandat, le groupe a écarté de son étude, dans la mesure du possible, tout développement strictement descriptif. Certes, le groupe a parfois été amené à exposer tel aspect particulier de la structure d'un marché financier, telle technique d'intervention propre à un intermédiaire déterminé, ou encore telle disposition réglementaire ou fiscale appliquée dans un Etat membre. De tels développements n'ont cependant été introduits dans le rapport que pour autant qu'ils permettaient de mieux dégager la nature exacte des obstacles à l'intégration, ou la portée des recommandations formulées.

Aucune analyse systématique des marchés financiers nationaux n'a donc été entreprise. Une analyse de cette nature n'aurait d'ailleurs eu qu'une justification limitée dans la mesure où des rapports concernant la situation et les problèmes du marché des capitaux avaient déjà été établis par certains Etats membres et organisations internationales. Le « comité des transactions invisibles » de l'OCDE a notamment été chargé d'une « étude sur l'amélioration des marchés financiers », étude dont les résultats devraient être rendus publics dans un proche avenir.

Par rapport à l'ensemble de ces études, les travaux du groupe se caractérisent en outre par une différence d'objet. Pour la plupart des études citées, cet objet est en effet de mettre en évidence certains déséquilibres de structure ou de fonctionnement du marché financier, et d'en rechercher les solutions dans le seul cadre national. De même, quoique couvrant un champ plus étendu dans la mesure où elle porte sur plusieurs marchés, l'étude de l'OCDE s'attache-t-elle à faire apparaître les problèmes communs à certains marchés sans aborder la question de leur intégration? La particularité de l'approche du groupe consiste précisément en ce qu'elle se situe d'emblée au niveau communautaire, et centre l'analyse sur les conditions, obstacles, modalités et implications probables de la constitution d'un marché européen des capitaux.

L'étude réalisée par le groupe a porté sur les principaux circuits financiers et a consacré une attention particulière à certaines catégories d'institutions. Les problèmes spécifiques d'autres catégories d'institutions ou intermédiaires financiers n'ont pu être abordés en détail : il en a été ainsi notamment pour les institutions de crédit agricole, les institutions de crédit ou de prévoyance à caractère professionnel ou mutualiste et les intermédiaires en bourse. Ceci ne signifie nullement que les problèmes ayant trait à ces intermédiaires financiers aient été considérés par le groupe comme revêtant une importance secondaire: en fait, les principes dégagés dans le rapport pour la solution des problèmes concernant les catégories d'institutions prises en considération peuvent s'appliquer dans une très large mesure également à ces intermédiaires financiers.

Le groupe a aussi été conscient de l'impossibilité de dégager, dans le cadre limité du présent rapport, des solutions aux multiples problèmes que pose une aussi vaste entreprise destinée à être réalisée progressivement dans les années à venir : il espère néanmoins que ses travaux pourront éclairer le chemin à suivre et apporteront ainsi une contribution utile à la préparation des diverses mesures à envisager dans ce but.

Plan de l'étude

3. Pour la présentation de son étude, le groupe d'experts a adopté un plan d'exposé autour de cinq idées principales.

a) Dans une première partie, on a tenté, d'une part, de définir les fondements et les conditions de développement d'un marché européen des capitaux et, d'autre part, de faire le point des problèmes de structure communs aux marchés des pays membres et de l'étendue des relations financières qui se sont d'ores et déjà nouées dans le cadre communautaire.

b) Dans une seconde partie, on s'est efforcé de préciser comment la réalisation d'un marché européen des capitaux pouvait être facilitée par divers aménagements dans la mise en œuvre des politiques économiques des Etats membres.

c) La troisième partie contient les recommandations du groupe visant à l'élargissement des circuits du crédit, en ce qui concerne, d'une part, les crédits d'équipement industriel à moyen et long terme et, d'autre part, les crédits en faveur du logement et des équipements collectifs locaux.

d) La quatrième partie étudie les conditions de l'intégration des marchés des valeurs mobilières et de l'accroissement de leur rôle dans le financement des investissements.

e) La cinquième partie aborde enfin les divers obstacles, de caractère essentiellement technique, qui peuvent s'opposer au développement équilibré d'un marché européen des capitaux, qu'il s'agisse de disparités dans les régimes de fonctionnement et de contrôle des institutions financières, ou des obstacles découlant de l'existence de risques de change et de différences importantes entre les régimes fiscaux.

Organisation des travaux

4. L'équilibre réalisé entre experts appartenant à des institutions financières publiques et privées, à l'Université et à divers organismes internationaux, illustre la préoccupation majeure qui a animé le groupe dans son approche des problèmes : celle de réaliser une étude qui, tout en traitant de manière exhaustive les questions examinées, n'en devait pas moins s'attacher au premier chef à éclairer les actions concrètes à entreprendre.

Pour mener à bonne fin la tâche qui lui était impartie, le groupe d'experts a tenu au total douze réunions de deux jours chacune. Dès la première d'entre elles, il s'est fixé un programme et a arrêté les méthodes de travail qu'il entendait suivre. A chaque réunion, un ou deux membres du groupe ou du secrétariat étaient désignés comme rapporteurs et se voyaient confier le soin, d'une part, de rédiger un exposé relatif au thème de travail du jour, d'autre part, d'introduire la discussion. Les thèmes ont été fixés sur la base d'un schéma provisoire de rapport établi au début des travaux.

Les membres du groupe chargés de préparer un exposé ont été assistés par le secrétariat, lequel a eu entre autres fonctions celle d'établir les documents de base pour les discussions du groupe. Ce même secrétariat s'est vu chargé, après chaque réunion, de la rédaction d'un compte rendu des discussions faisant apparaître l'apport du débat.

Pour l'élaboration du rapport, il a été jugé souhaitable de centraliser les travaux de rédaction auprès de la présidence et du secrétariat qui ont établi un projet soumis ensuite au groupe. Des échanges constants avec les différents experts ont toutefois permis de donner un caractère collectif à ces travaux.

Le secrétariat du groupe a été assuré par MM. R. Bistolfi, P. A. Rutsaert, M. Sarment et H. Stoller, de la direction « études » à la direction générale des affaires économiques et financières de la CEE; les travaux statistiques ont été réalisés par MM. L. Tanter, B. Tarquet et F. Turli.

Ont également apporté leur concours à l'examen de problèmes particuliers, à titre d'experts indépendants, MM. G. Gelders, directeur à la commission bancaire, Bruxelles; M. Grosfils, chef du service des études de la Banque de Bruxelles; L. Jeorger, inspecteur des finances, Paris; J. G. Lieberherr, chez MM. Lazard frères et C^{ie}, Paris, et J. Truquet, Banque de France, Paris.

Le présent rapport a été approuvé par le groupe d'experts dans sa séance des 14, 15 et 16 septembre.

Cette approbation, donnée par les membres à titre personnel, porte sur l'ensemble du rapport et non pas nécessairement sur chaque proposition de celui-ci prise isolément et dégagée de son contexte.

RÉSUMÉ DU RAPPORT

Chapitre 1 : Les fondements et les conditions du développement d'un marché européen des capitaux

1. Le développement d'un marché européen des capitaux présente un retard certain par rapport au progrès dans d'autres domaines de l'union économique en voie de réalisation au sein de la Communauté. Les réformes envisagées dans certains Etats membres en vue d'améliorer le fonctionnement des mécanismes et institutions actuels fournissent aujourd'hui l'occasion de jeter les bases d'un plus vaste marché : cette convergence d'efforts constitue même une condition de l'efficacité de telles réformes, car les imperfections constatées dans le fonctionnement des marchés résultent moins d'une insuffisance de l'épargne globale que d'un ajustement défectueux de l'offre et de la demande de capitaux dans un cadre trop étroit (points 1 et 2).

2. Les mécanismes de marché n'apportent leur contribution à la croissance et à l'équilibre économique que dans le cadre de politiques qui expriment les préférences collectives et les orientations à long terme du système économique et social. Il est incontestable par ailleurs que certaines méthodes d'intervention des politiques financières nationales sont, mieux que d'autres, compatibles avec la création progressive de marchés des capitaux, plus largement ouverts vers l'extérieur.

L'élargissement de ces marchés et une coordination étroite des politiques économiques faciliteraient le financement de la croissance économique qui, dans tous les Etats membres, est de plus en plus tributaire du marché des capitaux :

- la multiplication de leurs sources externes de financement aiderait les entreprises à atteindre les dimensions requises par le marché commun;
- le rapprochement des conditions de financement à l'intérieur de la Communauté réduirait les distorsions que leur inégalité actuelle introduit dans la concurrence;
- la diversification des possibilités de placement tendrait à accroître l'offre de capitaux;
- l'intensification des échanges financiers réduirait les risques de perturbations caractéristiques des marchés trop étroits (points 3 à 7).

3. Un marché européen des capitaux contribuerait à la réalisation des politiques communes mises en œuvre dans divers secteurs; il constitue non seulement une condition préalable à la réalisation d'une union monétaire au sein de la Communauté, mais également, d'ores et déjà, une condition de fonctionnement sans heurts du régime actuel de paiements, fondé sur des taux de change fixes et sur une liberté totale des transactions courantes (points 8 à 11).

4. S'il est souhaitable que la réalisation d'un marché européen des capitaux ait un caractère spontané, un effort conscient d'adaptation de la part des pouvoirs publics et des institutions financières n'en est pas moins nécessaire. S'agissant des pouvoirs publics, les adaptations requises n'impliquent pas l'abandon des objectifs poursuivis par les politiques économiques nationales: une plus étroite coordination de ces politiques s'imposera cependant, ainsi qu'un nouveau « dosage » dans l'emploi des instruments auxquels elles recourent habituellement. Devraient en particulier faire l'objet d'un examen critique :

— les régimes fiscaux respectifs des placements internes et des placements à destination ou en provenance des autres pays membres, de même que les différences dans le traitement fiscal des divers types de placements et des intermédiaires choisis par les épargnants;

— le régime particulier de certains circuits de financement, afin que s'atténue la rigidité actuelle des cloisonnements internes des marchés;

— les réglementations qui limitent les placements ouverts aux investisseurs institutionnels — aussi bien sur le marché national que sur ceux des autres pays membres;

— les réglementations des changes portant sur les mouvements de capitaux (points 12 à 15).

5. A la faveur des adaptations réalisées par les pouvoirs publics, les institutions financières qui sont actuellement les plus actives dans les échanges internationaux de capitaux joueront un rôle d'entraînement par rapport à l'ensemble du marché :

— l'emploi de certaines techniques financières inégalement pratiquées dans la Communauté s'étendra, accroissant la gamme des placements et des financements offerts;

— la spécialisation des institutions financières tendra à s'atténuer, facilitant le retour à une concurrence effective;

— les liens entre ces mêmes institutions se resserreront parallèlement, entraînant la création de services communs et permettant d'améliorer la gestion de leurs ressources (points 16 et 17).

6. Le marché européen qui naîtra de cette évolution se présentera comme un réseau de transactions qui, d'abord limité, s'étendra graduellement à l'ensemble des circuits financiers. Sur le plan communautaire, sa réalisation n'entraînera pas nécessairement la suprématie d'une place financière déterminée; au niveau des liaisons avec les marchés des capitaux des pays tiers, elle constituera moins un obstacle qu'un stimulant à l'extension des relations existantes (point 18).

7. Le progrès vers la réalisation d'un marché intégré sera conditionné en tout premier lieu par un climat de stabilité de la monnaie et d'équilibre des finances publiques. Ce n'est qu'ainsi que pourra être assuré le développement soutenu de l'épargne et que pourront être évités des coups d'arrêt résultant d'actions divergentes de la part de pouvoirs publics qui chercheraient à rétablir l'équilibre des prix et des comptes extérieurs.

Chapitre 2 : Problèmes de structure communs aux marchés des Etats membres de la CEE

1. La perspective de l'intégration de marchés des capitaux jusqu'ici très cloisonnés nécessite que l'on s'interroge sur les conséquences d'éventuelles différences entre les taux de formation de l'épargne et entre les conditions de réalisation de l'équilibre épargne-investissement dans les divers Etats membres. Bien que des écarts assez sensibles existent entre eux, les taux d'épargne se situent à un niveau élevé; ils ne semblent pas devoir être à l'origine de problèmes de fonctionnement pour un futur marché européen. En revanche, le fait que les ajustements entre capacités et besoins de financement des divers secteurs de l'économie diffèrent assez sensiblement de pays à pays a une incidence directe à la fois sur le fonctionnement des marchés nationaux des capitaux et sur leurs possibilités d'intégration (points 1 à 19).

2. L'apport relatif du marché au financement de la formation intérieure brute de capital apparaît similaire et remarquablement constant dans la plupart des pays membres. Le taux moyen de cet apport pour l'ensemble de la Communauté est proche de ceux du Royaume-Uni et des Etats-Unis (points 10 à 13).

3. Un examen de la demande de capitaux révèle une croissance rapide des besoins de financement externe du secteur des entreprises — liée à une réduction des marges bénéficiaires qui découle de la hausse des salaires, d'une concurrence accrue et parfois de blocages des prix — et une demande des administrations publiques également en expansion. Cet accroissement global de la demande de capitaux doit en définitive être rattaché au double impératif auquel sont confrontés les Etats membres : celui de développer leur potentiel économique afin de mieux affronter la concurrence internationale, sans pour autant surseoir à certaines réalisations urgentes en matière sociale et dans le domaine de l'infrastructure économique (points 14 à 18).

4. Les choix des pouvoirs publics sont pour l'essentiel à l'origine de la répartition de la demande de moyens de financement entre les divers secteurs et notamment entre les administrations publiques, les entreprises publiques, les entreprises du secteur privé et le secteur du logement. Le volume fixé aux investissements publics, la fonction centrale remplie par les intermédiaires financiers à caractère public, la position dominante des administrations publiques sur le marché financier ne laissent en définitive subsister qu'un domaine relativement restreint où la répartition des ressources s'effectue à travers les mécanismes de marché traditionnels (point 19).

5. La manière dont sont satisfaits les besoins de financement est largement conditionnée par la composition de l'offre de capitaux: plus qu'une insuffisance quantitative de l'épargne, c'est cette composition qui explique les déséquilibres structurels affectant certains secteurs des marchés des capitaux des Etats membres. L'offre, sur ces derniers, présente essentiellement les caractéristiques suivantes :

- les encaisses liquides ou les placements à court terme ont le plus souvent la préférence des épargnants et cette préférence semble constituer une donnée stable;
- l'épargne-dépôt continuera à représenter une composante essentielle de l'offre de capitaux; les institutions financières qui ont pour vocation de la recueillir

devraient donc être en mesure de réaliser des financements à moyen et à long terme ainsi que des emplois sur le marché financier;

— l'épargne auprès des investisseurs institutionnels, surtout sous forme contractuelle, est insuffisante dans tous les pays membres (à l'exception des Pays-Bas); cette insuffisance n'est pas étrangère aux défauts de fonctionnement des marchés (points 20 à 27).

6. Ces données ne semblent pas devoir se modifier spontanément, d'autant plus que la redistribution des revenus intervenue en faveur des salariés a accru les possibilités d'épargne de couches sociales relativement peu préparées à intervenir activement sur le marché des capitaux. Plusieurs Etats membres encouragent en conséquence la consolidation de l'épargne et les formes d'épargne contractuelle (point 28).

7. A côté des interventions de l'Etat, deux séries de mécanismes revêtent une importance particulière pour l'adaptation de l'offre à la demande de capitaux sur les marchés européens : la redistribution de l'épargne à long terme (points 29 à 33) et la « transformation », c'est-à-dire l'utilisation de ressources à court terme pour des emplois de plus longue durée (points 34 à 37). Ces fonctions sont assurées à la fois par des institutions privées et par des intermédiaires financiers spécialisés créés ou contrôlés par l'Etat.

8. Une utilisation optimale des capitaux disponibles apparaît conditionnée par un accroissement de la fluidité des capitaux entre circuits financiers, une harmonisation des régimes fiscaux des divers types de placements, un accroissement des possibilités d'emploi des organismes d'épargne, enfin par un élargissement des marchés de nature à assurer aux placements une plus grande liquidité de fait. L'épargne confiée aux institutions financières dépasse largement l'épargne investie directement sur les marchés de valeurs mobilières : de l'adaptation de ces institutions à leurs fonctions dépend donc à titre principal une amélioration du financement des investissements productifs et des équipements collectifs (points 38 à 40).

Chapitre 3 : L'état actuel des liaisons entre marchés des capitaux

1. Les importations nettes de capitaux privés à moyen et à long terme de la Communauté ont été légèrement supérieures à 6,5 milliards de dollars au cours de la période 1960-1965 : ce solde a été pratiquement compensé par les exportations nettes de capitaux publics et de capitaux à court terme. Les échanges intracommunautaires de capitaux à moyen et à long terme ont été relativement peu élevés, l'Allemagne et la France ayant importé des capitaux en provenance des pays du Benelux et vraisemblablement d'Italie. Les transactions financières ont pris essentiellement la forme d'investissements de portefeuille aux Pays-Bas, et en Allemagne et d'investissements directs en France et en Italie (points 1 à 4).

2. Le volume des emprunts obligataires internationaux s'est fortement développé, surtout depuis 1963 avec l'essor des « euro-émissions ». Les émissions étrangères libellées en monnaie locale n'ont par contre pas connu un accroissement comparable. Les emprunts d'émetteurs résidant dans la Communauté sur les marchés tiers — y compris celui des « euro-émissions » — ont été plusieurs fois supérieurs aux emprunts réalisés par des résidents de pays tiers ou des organismes inter-

nationaux sur les marchés des pays membres : le solde s'élève à plus de 570 millions de dollars pour la période 1961-1965 (point 5).

3. Les données officielles disponibles rendent très imparfaitement compte de la ventilation géographique réelle des mouvements de capitaux en raison des redistributions opérées par les organismes financiers internationaux, par certaines places financières et par le marché des « euro-émissions ». Il en résulte notamment une surestimation des relations financières avec les marchés des pays tiers par rapport à celles qui existent entre les marchés des Etats membres : de ce fait, le degré réel d'intégration déjà atteint par ces derniers peut difficilement être apprécié (points 6 à 8).

4. Les mouvements intracommunautaires de capitaux font l'objet d'engagements réciproques souscrits en application du Traité et sensiblement plus stricts que ceux qui résultent du « code de la libération des mouvements de capitaux » de l'OCDE. Deux directives ont déjà été prises pour la mise en œuvre de l'article 67 du Traité. Elles garantissent une liberté intégrale pour les capitaux dans les domaines des investissements directs, des opérations sur valeurs mobilières cotées, des investissements immobiliers, des transactions à caractère personnel et des crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services. Pour d'autres catégories de transactions, telles que l'émission de valeurs mobilières, les prêts financiers et les mouvements de capitaux à court terme de nature purement financière, des restrictions continuent à subsister dans certains Etats membres : un relevé synthétique de ces restrictions est donné en annexe. Un projet de troisième directive actuellement en discussion tend à établir un meilleur équilibre entre les mesures de libération adoptées par les divers Etats membres à la suite des directives précédentes et vise en même temps à éliminer un certain nombre d'obstacle ne relevant pas de la réglementation des changes, mais d'une importance tout aussi fondamentale (points 9 à 11).

5. Les restrictions de change qui subsistent encore semblent motivées aujourd'hui par des raisons différentes de celles qui à l'origine avaient justifié leur adoption : plutôt qu'à sauvegarder l'équilibre des paiements internationaux, elles visent désormais à assurer l'autonomie des politiques monétaires nationales. Cette évolution présente toutefois le danger de pouvoir conduire les Etats membres à s'écarter progressivement de la convertibilité (points 11 et 12).

Chapitre 4 : Les politiques de contrôle de la demande monétaire globale et de régulation du marché financier

1. Des transformations profondes ayant pour origine le développement des échanges commerciaux et financiers internationaux ont modifié les données qui conditionnent la mise en œuvre des politiques de régulation de la demande monétaire globale : la réalisation d'un marché européen des capitaux accélérera cette évolution. Il convient — en reconsidérant le dosage de ses instruments — d'adapter la politique conjoncturelle aux transformations en cours afin qu'en tout état de cause ses objectifs essentiels puissent être sauvegardés (points 1 à 7).

2. Les possibilités accrues offertes aux entreprises d'accéder à des sources extérieures de capitaux, ainsi que l'interconnexion déjà réalisée des marchés pour les

crédits commerciaux à court terme, ont réduit le domaine d'action des politiques monétaires nationales. Cette limitation se manifeste particulièrement lorsque des développements conjoncturels différents amènent les Etats membres à suivre des politiques qui divergent dans leurs grandes lignes. Néanmoins, tant qu'une coordination poussée et certaines harmonisations n'auront pas été réalisées, on ne peut pas ignorer le souci des autorités monétaires de voir certains mouvements de capitaux contrarier les objectifs qu'elles poursuivent (point 8 à 14).

3. Une plus grande rapidité d'intervention face à des déséquilibres conjoncturels et un recours plus diversifié et plus systématique aux instruments de la politique budgétaire apparaissent souhaitables. En effet, portant sur l'ensemble de la demande globale et ne se concentrant pas sur la demande d'investissement des entreprises, une politique budgétaire restrictive serait moins susceptible d'entraîner des mouvements compensatoires de capitaux. Dans ce but :

- les administrations publiques devraient, d'une part, introduire plus de flexibilité dans leurs dépenses de consommation et leurs transferts, d'autre part, développer les possibilités d'emploi anti-conjoncturel de leurs programmes d'investissement;
- à des fins de stabilisation les pouvoirs publics devraient avoir la faculté de faire varier sans délais les prélèvements fiscaux directs et indirects ainsi que les modalités d'amortissement dans des limites préalablement définies (points 15 à 19).

4. La politique du crédit conserverait néanmoins une fonction essentielle, qu'il s'agisse de contrecarrer des fluctuations indésirables dans les paiements internationaux ou de maîtriser la demande monétaire globale en étayant la politique budgétaire. On accroîtrait son efficacité en réduisant les différences qui subsistent entre ses conditions d'exercice et ses instruments dans les divers Etats membres (points 20 à 22).

5. Les interventions des autorités sur le marché financier et l'établissement de calendriers destinés à prévenir les fluctuations à court terme que provoquerait une mauvaise répartition des émissions dans le temps, pourraient, le cas échéant, être réalisés de manière coordonnée. Des réunions périodiques des représentants des autorités de tutelle des marchés financiers pourraient constituer le support institutionnel de cette coordination. En tout état de cause, l'évolution des taux sur l'ensemble des marchés devrait être prise en considération et les émissions d'emprunteurs étrangers ne pas faire l'objet de discriminations (points 24 et 26).

6. L'orientation de l'offre de capitaux par l'emploi du calendrier des émissions en tant qu'instrument visant à faciliter le financement d'investissements prioritaires pourrait — comme on le verra au chapitre suivant — être remplacée par d'autres instruments dont l'efficacité serait mieux assurée dans le cadre d'un marché intégré (point 27).

Chapitre 5 : Les politiques de stimulation de l'épargne et d'orientation des investissements

1. L'encouragement sélectif de certains types de placements et la mobilisation prioritaire de moyens de financement en faveur de secteurs et de régions déterminés sont pratiqués par les pouvoirs publics dans tous les Etats membres (points 1 à 4).

Certains des instruments utilisés ont pour conséquence des cloisonnements internes à chaque marché et s'opposent à la mobilité internationale des capitaux : une adaptation d'ensemble des techniques mises en œuvre apparaît de ce fait souhaitable sans que doivent pour autant être remis en cause les objectifs de ces politiques (points 5 à 16).

2. Les mesures de stimulation de l'épargne qui s'insèrent dans une politique sociale ou relèvent de préoccupations anti-conjoncturelles peuvent aisément être réaménagées dans le sens d'une plus grande neutralité : les stimulants matériels devraient être acquis à l'épargnant quels que soient le type de placement choisi et sa localisation (points 17 et 18).

3. Les mesures de stimulation ayant pour effet de cloisonner l'épargne dans des circuits particuliers ne peuvent se justifier que dans l'hypothèse de graves déséquilibres de structure — l'exemple du secteur du logement dans certains pays peut être cité — et à la condition qu'une épargne additionnelle soit ainsi dégagée (point 19).

4. Le développement des formes d'épargne financière à long terme est un objectif commun à la plupart des Etats membres. Une harmonisation des mesures de stimulation devrait toutefois intervenir afin que :

- les organismes collectant les épargnes privilégiées disposent d'une plus grande latitude dans le placement de ces dernières à l'extérieur du marché national;
- les encouragements accordés aux placements en titres s'appliquent aux valeurs étrangères comme aux valeurs nationales;
- les épargnes contractuelles — notamment celles liées au contrat de travail — voient leur développement faire l'objet d'une attention prioritaire (point 20).

5. Plutôt qu'à une intervention directe sur la répartition des moyens de financement, les politiques d'orientation des investissements devraient en principe recourir à des instruments qui — tels les avantages fiscaux, les primes d'équipement, les bonifications d'intérêts, les garanties de bonne fin des crédits — agissent sur la demande de capitaux des investisseurs (points 22 et 23). Les avantages consentis devraient seulement dépendre de la conformité des investissements aux objectifs régionaux et sectoriels poursuivis, tandis que la gestion des fonds affectés par les pouvoirs publics au financement de certains de ces avantages ne devrait pas être confiée de façon exclusive à une catégorie particulière d'institutions (point 25).

6. L'efficacité des subventions à la demande de capitaux des investisseurs étant subordonnée à la possibilité d'obtenir les moyens nécessaires sur le marché, il est cependant difficile de limiter à de telles subventions la gamme des instruments utilisés. Le recours à des prêts directs de l'Etat et plus encore à des prêts d'institutions spécialisées de crédit n'apparaît pas incompatible avec l'intégration financière, pour autant que — les capitaux nécessaires étant collectés par voie d'emprunt — l'Etat et ces intermédiaires interviennent sur le marché dans des conditions comparables à celles qui s'appliquent aux autres émetteurs (points 24 et 26).

7. Une plus étroite coordination des politiques régionales et sectorielles dans le cadre de la Communauté devrait permettre à la Haute Autorité de la CECA et

à la Banque européenne d'investissement de contribuer plus activement à la réalisation des objectifs de ces politiques (point 29). Pour que les interventions de ces organismes demeurent à la fois efficaces et compatibles avec les exigences de fonctionnement d'un marché européen des capitaux, il serait souhaitable :

— que leur accès aux marchés des capitaux des Etats membres soit facilité par ces derniers;

— que les conditions auxquelles ils interviennent sur ces marchés soient alignées sur celles qui sont applicables à des émetteurs nationaux correspondants;

— que l'octroi de bonifications d'intérêt aux bénéficiaires de leurs prêts soit par ailleurs admis dans des circonstances déterminées (points 30 à 32).

Chapitre 6 : Les politiques de financement des administrations et des entreprises publiques

1. Limitée jusqu'ici à certains Etats membres, l'insuffisance de l'épargne des administrations publiques au regard des dépenses en capital envisagées tend à se généraliser, entraînant des appels croissants au marché des capitaux (points 4 à 6). La fixation de « prix politiques » pour certains services publics ne permet pas aux entreprises qui les fournissent de dégager des marges d'autofinancement suffisantes, voire de couvrir leurs coûts d'exploitation, et explique pour l'essentiel leur large recours à des financements externes (points 7 à 9).

2. Les avantages dont bénéficient les administrations et les entreprises publiques sur le marché financier dépassent souvent ceux qui découlent de leur nature et de leur taille. Parmi ces avantages particuliers figurent la position de faveur réservée à leurs titres dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels, des exonérations fiscales diverses, un rang prioritaire dans le calendrier des émissions et la modicité de certaines commissions et frais afférents au lancement des emprunts (points 10 à 12).

3. A la suite d'un accroissement des besoins de financement du secteur public dans un Etat membre, des tensions peuvent se transmettre directement ou indirectement aux autres marchés des capitaux de la Communauté. L'inélasticité de ces besoins rend peu vraisemblable qu'un équilibre soit obtenu par le seul jeu du marché. La décision de conserver ou non un caractère prioritaire à la demande de capitaux du secteur public relève de choix politiques qui ne peuvent être tranchés suivant des règles générales. Dans la conjoncture présente toutefois, et alors que le maintien de l'équilibre constitue un impératif commun aux pays membres, la charge de l'ajustement de la demande globale semble devoir reposer plus particulièrement sur le secteur public (points 13 à 17).

4. Un aménagement des conditions de financement des administrations et des entreprises publiques permettrait de contenir la pression que celles-ci et les entreprises privées exercent sur chaque marché dans les limites et les formes compatibles avec un progrès régulier de l'intégration financière. A cette fin, il conviendrait d'abord que l'impôt finance une plus grande partie du coût des investissements des administrations : l'octroi d'une plus large autonomie fiscale aux collectivités locales permettrait entre autres à ces dernières de mieux adapter l'évo-

lution de leurs recettes à leurs besoins. Les recours complémentaires à l'emprunt pourraient en outre s'exercer dans des conditions plus favorables à l'équilibre du marché si une programmation budgétaire pluri-annuelle était instituée et si les opérations des collectivités locales étaient coordonnées — soit de façon permanente, soit seulement dans l'hypothèse de tensions — par une institution spécialisée dont les appels au marché seraient mieux agencés dans le temps (points 18 à 24).

5. Il est nécessaire d'adapter les prix des services publics de manière à ce que, au minimum, les dépenses d'exploitation et de renouvellement des équipements des entreprises productrices soient couvertes. Dans l'hypothèse où certaines entreprises publiques ne pourraient pas dégager en plus une marge normale d'autofinancement net, il conviendrait que des apports de l'Etat financés par l'impôt préviennent un recours trop important au marché des capitaux. En tout état de cause, ce recours serait plus efficace et moins susceptible de perturber le marché si une diversification des titres offerts par les entreprises publiques leur permettait de ne pas faire appel à un financement exclusivement obligataire : dans ce but pourraient être envisagées des émissions d'actions ordinaires, d'actions préférentielles, ou encore d'obligations participantes (points 25 à 29).

6. L'accès direct des administrations publiques au marché financier d'un autre pays membre est régi par l'article 68, paragraphe 3 du Traité, qui ne fixe toutefois que des dispositions de procédure. Les critères à appliquer en pratique ne pourront se dégager que progressivement mais, d'ores et déjà, pourraient être strictement délimités les avantages particuliers pouvant accompagner de tels emprunts, tandis que les conditions dont bénéficient les émissions de titres publics nationaux sur les marchés internes devraient elles-mêmes être harmonisées (points 30 et 31).

Chapitre 7 : Les crédits à moyen et à long terme pour l'équipement industriel

1. Le financement de l'équipement industriel se réalise dans les divers pays de la Communauté dans des conditions fort différentes : toutefois, la spécialisation des institutions de crédit tend partout à s'atténuer et un rapprochement de ces conditions est donc prévisible. L'élargissement des circuits du crédit à moyen et à long terme sur le plan européen en sera facilité. Une telle évolution reste cependant largement conditionnée par l'aménagement des techniques d'intervention des pouvoirs publics en ce domaine (points 1 à 7).

2. La réalisation d'un marché européen dans ce domaine peut résulter du développement de crédits directs internationaux, de l'interpénétration des réseaux bancaires et du refinancement international d'institutions nationales de crédit (points 8 et 9).

3. L'octroi de crédits directs internationaux présuppose la suppression graduelle des restrictions de change qui subsistent et implique que les emprunteurs soient plus largement disposés à assumer les risques liés à des emprunts en devises étrangères, risques qui tendent toutefois à s'atténuer progressivement (points 10 et 19).

4. Sur le plan institutionnel, certains organismes spécialisés de crédit à caractère public ne pourront vraisemblablement élargir leurs activités au cadre européen que

par le biais d'opérations de refinancement. Les institutions bancaires pourraient cependant développer plus aisément leurs opérations à l'étranger. Pour certaines d'entre elles ces opérations sont d'ailleurs déjà notables dans le domaine des crédits à court terme: leur extension peut toutefois poser des problèmes relatifs aux conditions de concurrence (points 11 à 14).

5. La transposition sur le plan international des garanties et sûretés utilisées sur le plan interne doit être envisagée. La caution d'un établissement de crédit du pays de l'emprunteur faciliterait l'accès de ce dernier à des sources extérieures de financement et il serait en conséquence souhaitable que l'octroi de telles cautions ne rencontre pas d'obstacles. En ce qui concerne les sûretés réelles, l'adoption généralisée de sûretés immobilières d'un type uniforme et d'un emploi souple — comme la « dette foncière » allemande — serait opportune (points 15 à 17).

6. Un échange accru d'informations relatives à l'endettement des entreprises, par une coordination des « centrales de risques », s'imposerait (point 18). Sur le plan fiscal enfin, la suppression des doubles impositions frappant les intérêts des crédits accordés à l'étranger devrait être envisagée (points 20 et 21).

7. Mis à part l'octroi de crédits directs internationaux, une extension des activités des banques dans d'autres pays membres pourrait se réaliser par l'implantation de filiales ou de succursales et par le resserrement de leurs liens de collaboration avec des institutions de ces pays. Il semble toutefois que les implantations ne soient pas appelées à connaître un fort développement à court terme, même dans l'hypothèse d'une harmonisation poussée du droit d'établissement (points 22 à 24). En revanche, des liens souples de coopération entre institutions financières de divers pays paraissent à la fois le mieux adaptés à la situation actuelle et le plus susceptibles de développements ultérieurs (point 25).

8. Le refinancement des établissements de crédit à moyen et à long terme sur le marché européen leur permettrait d'accroître leurs ressources « stables » par un développement des techniques traditionnelles — comme les émissions publiques d'obligations et les emprunts privés — et par la mise en œuvre de mécanismes originaux, tels que des consortiums européens de refinancement, ou la mobilisation d'effets à moyen terme au-delà des frontières (point 27).

9. Les emprunts obligataires à l'étranger seraient facilités par l'adoption d'un traitement fiscal non discriminatoire et l'assouplissement progressif des réglementations de placement des investisseurs institutionnels. La cotation, dans des bourses d'autres pays membres, d'emprunts intérieurs émis par les institutions spécialisées dans le crédit à moyen et à long terme devrait aussi être envisagée (points 28 et 29).

10. La mise en place de techniques de refinancement à moyen terme, par la création de consortiums européens de banques qui émettraient des effets à échéances échelonnées, adaptés aux possibilités des divers marchés, et par l'instauration d'un système de mobilisation d'effets à moyen terme, serait de nature à apporter aux établissements financiers de nouvelles ressources (points 30 à 34).

Chapitre 8 : Le crédit pour la construction de logements et l'équipement des collectivités locales

1. En raison de l'importance des investissements en cause, le financement du secteur du logement et de l'équipement des collectivités locales a une incidence particulièrement marquée sur le fonctionnement des marchés des capitaux nationaux et, de ce fait, sur les relations qui peuvent s'établir entre ces derniers (points 1 et 2).

2. Les subventions des Etats membres au secteur du logement sont accordées soit en faveur de l'investissement en soi, réduisant alors les charges des constructeurs, soit en faveur de l'épargne destinée à financer ce secteur, soit directement aux utilisateurs des logements, diminuant les charges de loyer ou de financement au cas d'accession à la propriété (points 4 et 5).

3. N'entraînant pas de distorsions dans le choix des sources de financement et n'entravant pas le retour à la liberté du marché du logement, les subventions aux utilisateurs paraissent préférables à tous les autres types de subventions. Cependant, dans les pays connaissant encore une pénurie relative de logements, d'autres mesures d'encouragement peuvent s'avérer nécessaires. Pour éviter qu'elles ne provoquent des déplacements artificiels de capitaux entre pays membres, il conviendrait de recourir à des subventions stimulant simultanément l'investissement et l'épargne: les crédits à intérêt réduit financés par l'épargne des administrations publiques et les subventions accordées à l'épargnant sous condition qu'il construise effectivement, répondent entre autres à cette exigence (points 4 à 9).

4. Dans certains pays membres, les institutions spécialisées dans le financement du logement et de l'équipement des collectivités locales peuvent difficilement, étant donné leur nature, étendre leurs activités à l'étranger : ce n'est donc qu'à travers des opérations de refinancement qu'elles pourront s'insérer dans un marché européen des capitaux. S'il en va différemment pour les institutions d'autres pays membres, le fait qu'elles ne peuvent normalement accepter que des garanties et sûretés nationales constitue cependant un obstacle essentiel à l'extension de leurs activités. Un premier assouplissement pourrait consister à laisser ces institutions libres d'accorder des crédits couverts par des sûretés en provenance d'autres pays membres, dans les limites de leur capital propre (points 10 à 14).

5. Les caisses d'épargne, leurs organismes centraux, les caisses d'épargne-construction et les compagnies d'assurance vie contribuent aussi — de manière variable mais toujours importante — au financement de la construction et/ou de l'équipement local. On pourrait envisager une plus grande liberté d'action pour les caisses d'épargne : ces dernières pourraient être autorisées — jusqu'à concurrence d'un pourcentage modeste de leurs moyen d'action — à effectuer dans les autres pays membres l'ensemble des opérations de placement qu'il leur est permis d'effectuer sur le plan intérieur. S'agissant des organismes centraux de ces mêmes caisses d'épargne, la suppression de la majorité des restrictions imposées à leurs placements extérieurs apparaît souhaitable, de même que l'institution d'une coopération souple entre ces institutions, notamment pour la réalisation de projets dont l'intérêt dépasserait le cadre national (points 15 à 18).

6. Les obstacles à un refinancement international sont sans doute plus aisément surmontables que ceux qui entravent l'octroi de crédits au-delà des frontières. Outre l'émission d'emprunts à l'étranger, ce refinancement pourrait s'effectuer indirectement, grâce à l'achat par des non-résidents de titres émis sur le marché national. Ces achats seraient facilités :

- par la cotation de ces titres (obligations ordinaires, obligations hypothécaires, obligations communales) dans les bourses d'autres pays membres;
- par l'établissement de rapports de coopération entre les établissements financiers intervenant dans le placement des titres émis « au robinet »;
- par l'harmonisation des conditions et des caractéristiques des émissions considérées et par l'aménagement des restrictions en matière de publicité.

Les actions de sociétés immobilières et les « certificats immobiliers » constituent des instruments particulièrement efficaces pour accroître la mobilité internationale des capitaux dans le domaine étudié : il conviendrait d'éliminer les obstacles — surtout d'ordre fiscal — qui s'opposent à leur diffusion.

La mise sur pied d'un système de mobilisation internationale d'effets représentatifs de crédits à moyen terme pourrait également apporter une contribution : les problèmes techniques et, par suite, les solutions concevables sont sensiblement identiques à ceux que rencontrerait une telle mobilisation dans le domaine du crédit d'équipement industriel (points 19 à 25).

Chapitre 9 : La structure des marchés de valeurs à revenu fixe

1. Les conditions de fonctionnement des marchés des valeurs à revenu fixe sont réglementées de manière plus ou moins stricte dans tous les Etats membres. Leur équilibre est surveillé par les pouvoirs publics en vue d'assurer la sécurité des épargnants et, dans certains cas, de satisfaire des besoins considérés comme prioritaires : l'intégration de ces marchés peut toutefois se concevoir sans une remise en cause des objectifs précédents (points 1 et 2).

2. Du côté de l'offre, une diminution des cloisonnements qui existent entre les marchés des valeurs à revenu fixe contribuerait à un meilleur équilibre de ces derniers. Un tel résultat pourrait notamment être atteint par un aménagement des règles de placement des investisseurs institutionnels :

— les différences de traitement entre obligations industrielles et titres du secteur public devraient être réduites au minimum justifié par la diversité des risques encourus;

— les obligations d'émetteurs d'autres pays membres devraient être assimilées aux valeurs nationales dès lors qu'elles présentent des caractéristiques comparables et qu'elles sont cotées dans une bourse nationale du pays de l'investisseur (point 3).

3. Les organismes d'assurance et de prévoyance ainsi que les caisses d'épargne locales devraient être autorisées à investir, dans les conditions indiquées au chapitre précédent, un pourcentage de leurs ressources, même en obligations cotées uniquement sur des bourses étrangères. Fixé d'abord à un taux modeste, ce pourcentage pourrait

être accru progressivement. Cette faculté pourrait d'ores et déjà être accordée plus libéralement aux organismes centraux des caisses d'épargne, aux caisses d'épargne à structure centralisée, ainsi qu'aux banques (points 4 à 7).

4. Le développement des sociétés d'investissement et des fonds communs de placement spécialisés dans la détention de valeurs à revenu fixe, ainsi que la diffusion de leurs titres dans l'ensemble de la Communauté devraient être encouragés (point 8).

5. Les considérations de rendement jouant un rôle très important dans le choix des placements en valeurs à revenu fixe, les disparités des régimes fiscaux appliqués aux intérêts obligataires affectent artificiellement les courants internationaux de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu fixe et freinent l'intégration de ces derniers. L'élimination des doubles impositions sur les revenus obligataires constitue un objectif prioritaire : en raison de son urgence, des solutions particulières plus efficaces et d'application plus rapide que l'établissement de conventions bilatérales devraient être recherchés. Les retenues à la source devraient être supprimées ou harmonisées à un niveau qui ne soit pas susceptible d'entraîner des détournements dans les courants de capitaux. Les éventuels avantages fiscaux consentis en faveur des revenus obligataires devraient s'insérer dans le cadre de mesures de stimulation de l'épargne à long terme et s'appliquer à tout placement dépassant une durée déterminée (points 9 à 13).

6. Du côté de la demande de capitaux, les différences de dimension ou de structure des marchés de valeurs à revenu fixe des Etats membres ne peuvent en elles-mêmes justifier une limitation de l'accès des émetteurs étrangers. Au fur et à mesure de leur atténuation, des divergences dans les niveaux de rendement sur les divers marchés ne pourront pas davantage être invoquées pour justifier le maintien de restrictions. Tout au plus existera-t-il un problème de transition qui pourrait être résolu par une ouverture graduelle des marchés et par l'adoption de certains aménagements de caractère technique (points 14 et 15).

7. L'élimination des restrictions de change qui subsistent pourrait se réaliser en autorisant les émissions en provenance d'autres pays membres à l'intérieur de plafonds fixés en fonction de critères objectifs et relevés de manière progressive (points 16 à 18).

8. Les dispositions législatives ou administratives ayant un caractère discriminatoire à l'égard des émetteurs d'autres pays membres devraient être réformées et les critères, suivant lesquels les autorités de tutelle des marchés interviennent pour régulariser les émissions, devraient être définis objectivement. Des réunions périodiques de représentants de ces autorités nationales devraient aboutir à coordonner la surveillance des marchés et les interventions précitées (points 19 et 20).

9. Même si l'ensemble des restrictions qui s'opposent à un libre accès réciproque aux marchés obligataires des Etats membres étaient levées, les émetteurs ne profiteraient des possibilités offertes que pour autant que les conditions matérielles du placement des émissions seraient améliorées. Ceci suppose que :

— l'emploi de certaines techniques à la fois efficaces et peu onéreuses (placements privés d'obligations, choix par adjudication du syndicat de placement, etc.) se développe;

- les problèmes de concurrence posés par les émissions nationales « au robinet » puissent être résolus;
- les placements auprès des investisseurs institutionnels soient facilités, par exemple en offrant aux souscripteurs étrangers d'un emprunt intérieur la possibilité de souscrire des obligations libellées dans leur propre monnaie;
- l'utilisation de formules présentant des caractéristiques particulières — obligations indexées, participantes, convertibles ou assorties de lots — soit harmonisée à l'échelon communautaire (points 21 à 25).

10. Alors que l'interpénétration des marchés des pays membres a été relativement lente, le marché des « euro-émissions » dont le développement a été plus rapide a rempli un certain nombre de fonctions qui devraient être celles d'un marché européen des valeurs à revenu fixe. Des facteurs fiscaux ainsi que des circonstances particulières liées aux politiques des pouvoirs publics ont contribué à son essor. Les « euro-émissions » ont permis de dégager des moyens de financement supplémentaires et ont fourni aux institutions financières de pays tiers et à celles de la Communauté l'occasion d'une coopération féconde (points 27 à 32).

11. Des signes de fragilité — dus, d'une part, au financement d'une partie des titres en circulation par des ressources empruntées à court terme, d'autre part, à la participation relativement faible des investisseurs institutionnels — ont été enregistrés sur le marché secondaire. Dans le passé, un certain manque de transparence de ce dernier et un arbitrage insuffisant ont aussi contribué à cette fragilité. La cotation des titres sur diverses places financières ainsi que la constitution de syndicats d'émission ayant une base large et solide pourraient permettre de corriger ces défauts (points 33 à 36).

Chapitre 10 : La structure des marchés des valeurs à revenu variable

1. Dans plusieurs pays de la Communauté, le marché des valeurs à revenu variable souffre à la fois d'une offre de capitaux insuffisante et d'une adaptation peu satisfaisante de la demande des entreprises, tenant à la nature des titres offerts et aux conditions du recours au marché. Ainsi, celles-ci rencontrent souvent des difficultés dans leur approvisionnement en capitaux à risques tandis que les épargnants ne trouvent pas toujours des placements attrayants sur le marché (point 1).

2. Un accroissement de l'offre de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu variable devrait être recherché en premier lieu à travers un développement des opérations des investisseurs institutionnels sur ces marchés. Dans ce but, les réglementations régissant l'activité des investisseurs considérés devraient être adaptées (point 2).

3. Les limitations qui s'opposent encore à des achats d'actions étrangères par les sociétés d'investissement et les fonds communs de placement devraient être supprimées, ainsi que les restrictions qui s'opposent à la diffusion auprès des épargnants d'autres pays membres d'actions ou de parts émises par ces organismes. Un rapprochement de leurs règles de gestion, de publicité et de contrôle contribuerait au développement de leur activité en supprimant les incertitudes que la diversité actuelle des réglementations entraîne, aussi bien en ce qui concerne la nature des revenus distribués que les conditions de négociation des actions ou parts. Une transparence fiscale

totale, sur le plan interne comme sur le plan international. devrait enfin être recherchée pour éviter que les revenus transitant par ces organismes ne soient pénalisés (points 3 à 7).

4. Dans plusieurs pays membres, les organismes d'assurance et de prévoyance, et notamment les compagnies d'assurance vie, voient encore leurs placements en valeurs à revenu variable limités par des règles de gestion qui ne correspondent plus entièrement aux intérêts des épargnants. Leur apport au marché des valeurs à revenu variable pourrait être étoffé en les autorisant à offrir — en plus des formules actuelles — des contrats liés à des placements en actions ou en parts de fonds communs de placement. Dans l'immédiat, toute distinction entre placements en valeurs nationales et placements en valeurs d'autres pays membres cotées dans une bourse du pays où est établi l'organisme d'assurance ou de prévoyance pourrait d'ores et déjà être supprimée (points 8 à 10).

5. Une intervention plus active des réseaux des caisses d'épargne sur le marché des valeurs à revenu variable pourrait être obtenue grâce à certains aménagements de la réglementation les concernant. A cet égard, la recommandation déjà formulée d'autoriser les caisses d'épargne locales à utiliser une fraction de leurs ressources pour des placements dans d'autres pays membres peut favoriser les placements en actions. D'ores et déjà les organismes centraux et les caisses d'épargne à structure centralisée devraient se voir reconnaître une marge de liberté plus grande. La faculté — déjà reconnue aux caisses d'épargne de certains pays membres — de constituer des fonds de placement et de faciliter les placements en actions de leur clientèle devrait enfin être généralisée (points 11 et 12).

6. Les interventions des banques sur le marché des actions sont soumises dans les Etats membres à des législations et à des réglementations s'inspirant de principes parfois radicalement divergents. Bien qu'il soit incontestable que les établissements de crédit pourraient contribuer activement à l'élargissement de ces marchés dans une perspective européenne et à un meilleur approvisionnement des entreprises en capitaux à risques, les conflits d'intérêt qui peuvent découler de telles interventions ne doivent pas être négligés. Il est donc impossible, sans une étude approfondie, de se prononcer sur l'opportunité d'étendre — ou de réduire — la faculté ouverte aux banques de détenir des participations et des portefeuilles-actions (points 13 à 16).

7. Certains investisseurs ont pu être détournés des marchés des valeurs à revenu variable de la Communauté par la faiblesse des rendements offerts. Les incitations fiscales auxquelles ont recouru trois Etats membres pour accroître ces rendements apparaissent en principe susceptibles d'améliorer l'alimentation du marché financier en capitaux à risques : toutefois, la limitation de ces allègements fiscaux aux résidents ou aux porteurs d'actions nationales et surtout le cumul de ces deux conditions contribuent à cloisonner les marchés nationaux et à réduire en définitive l'efficacité même de ces mesures. Il conviendrait donc que les actionnaires résidant dans d'autres pays membres reçoivent des avantages équivalents au crédit d'impôt dont bénéficient les résidents (points 17 à 21).

8. Du côté de l'offre de titres, plusieurs facteurs expliquent la préférence donnée à l'emprunt plutôt qu'à l'émission d'actions. Un meilleur équilibre de la structure du marché financier exige entre autres des formules d'appel au marché plus diversifiées et une amélioration des techniques de placement (point 23).

9. Un plus large recours à des actions privilégiées à droit de vote limité et, sous certaines conditions, à des actions à vote plural, permettrait de surmonter la réticence des groupes dirigeants soucieux d'assurer la continuité de la gestion. Un équilibre strict devrait toutefois être maintenu entre les modifications introduites au droit de vote et les avantages ou conditions qu'elles impliquent pour l'actionnaire. Les solutions apportées à ce problème devraient faire l'objet d'une harmonisation à l'échelle de la Communauté (points 24 à 26).

10. L'émission d'obligations convertibles permet souvent aux entreprises d'obtenir des capitaux à des conditions plus avantageuses que par une émission d'actions ordinaires. Les porteurs d'obligations convertibles peuvent bénéficier des éventuelles réévaluations des actions de la société tout en étant protégés contre une baisse éventuelle des cours et assurés d'un rendement satisfaisant. Ces obligations constituent un instrument de choix pour une première approche des marchés des autres pays membres et permettent en outre d'intéresser des investisseurs institutionnels auxquels sont interdits les placements en actions étrangères. De même que dans les cas précités, les régimes juridiques de cette formule devraient toutefois être harmonisés (point 27).

11. Afin d'assurer à l'épargnant une meilleure protection et d'améliorer la structure financière des entreprises, les pouvoirs publics ne devraient pas faciliter le recours à l'emprunt de ces dernières lorsqu'une augmentation de leurs capitaux propres apparaît nécessaire : les décisions devraient être prises en se basant sur des critères objectifs préalablement définis (point 28).

12. Le financement par émission d'actions serait facilité si, du point de vue fiscal, on permettait aux entreprises — pendant une période donnée — de traiter les dividendes servis sur les actions nouvellement émises comme des intérêts obligataires en les déduisant du bénéfice imposable. La distribution de dividendes sous forme d'actions pourrait permettre par ailleurs de répondre simultanément à l'exigence des sociétés d'accroître leurs capitaux propres et au désir des actionnaires d'être rémunérés sous une forme tangible et facilement mobilisable (points 29 à 31).

13. L'amélioration des réseaux de distribution pourrait réduire la difficulté et le coût des nouvelles émissions. Pour que les intermédiaires spécialisés puissent intervenir efficacement, il conviendrait toutefois que les dimensions du marché le permettent et qu'ils puissent compter sur un apport substantiel des investisseurs institutionnels : ces conditions pourront être plus aisément atteintes dans le cadre d'un marché européen des capitaux (point 32).

Chapitre 11 : Les conditions de fonctionnement d'un marché européen des valeurs mobilières : l'information du public, la négociation et la circulation des titres

1. L'adaptation des structures de l'offre et de la demande de capitaux sur les marchés des valeurs mobilières est une condition nécessaire mais non suffisante de l'intégration de ces marchés : l'information du public devrait simultanément être améliorée tant du point de vue quantitatif que du point de vue qualitatif, tandis que des conditions analogues à celles existant sur le marché intérieur devraient être réalisées pour la négociation et la circulation des valeurs des autres pays membres (point 1).

2. Le problème de l'information des épargnants revêt une importance particulière dans la perspective d'un marché européen des valeurs mobilières. Une action visant à familiariser le public avec les placements en titres et avec les mécanismes boursiers apparaît nécessaire, ainsi que l'établissement de règles tendant à assurer — en plus de la publication annuelle des comptes — une information continue sur l'activité des sociétés. Des renseignements particulièrement détaillés devraient par ailleurs être publiés lors de l'émission de valeurs mobilières ou de leur introduction en bourse. Bien qu'une amélioration des informations fournies par les sociétés ait été constatée dans les années récentes, de nouveaux progrès en la matière ne pourront vraisemblablement pas s'effectuer sur des bases entièrement volontaires : c'est ainsi que plusieurs projets de réforme — adoptés ou encore à l'étude — tendent à poser des normes réglementaires dans ce domaine de l'information (points 2 à 10).

3. Il serait souhaitable d'harmoniser le contenu et le champ d'application des règles de publicité applicables aux émissions et aux introductions en bourse dans les divers Etats membres et de leur donner une même force légale : le schéma de prospectus proposé en annexe pourrait servir de base à cette harmonisation (points 11 à 15).

4. Les modalités institutionnelles du contrôle externe des informations ne devraient pas être négligées pour autant : leur harmonisation pourrait d'ores et déjà s'amorcer au sein d'un comité de coordination réunissant les représentants des milieux professionnels intéressés et des autorités de tutelle. Le rapprochement des exigences légales et des procédures appliquées dans les Etats membres permettrait ultérieurement de donner à cette coopération un caractère plus organique et d'en élargir le champ d'application. L'opportunité de créer — au niveau communautaire — un organisme du type de la Commission bancaire belge, ou de la Securities and Exchange Commission devrait également être pesée (points 16 à 23).

5. En raison de leur étroitesse, les marchés des valeurs mobilières de la CEE connaissent des problèmes de fonctionnement analogues. Ces problèmes ne pourront être résolus qu'en donnant aux investisseurs institutionnels la possibilité de développer leurs opérations sur le marché financier, en orientant vers la bourse des transactions qui s'opèrent en dehors d'elle et en établissant des communications plus étroites entre les divers marchés nationaux. Ce dernier objectif pourrait être atteint en enrichissant la cote par l'introduction de valeurs étrangères et en développant l'arbitrage international (points 26 à 32).

6. L'introduction de valeurs d'autres pays membres dans les diverses bourses nationales faciliterait la négociation de ces valeurs et en réduirait le coût. Il conviendrait dans ce but d'éliminer les dispositions discriminatoires qui, dans certains pays, rendent cette introduction plus difficile ou plus coûteuse que pour les titres nationaux. Il serait souhaitable en outre que les exigences de publicité et les procédures d'admission à la cote soient harmonisées (points 34 à 38).

7. Des valeurs d'autres pays membres pourraient aussi figurer en plus grand nombre sur les marchés bénéficiant de procédures d'admission plus simples (marché hors cote, ventes publiques supplémentaires, Freiverkehr, mercato ristretto). Leur admission devrait s'effectuer sans formalités lorsqu'elles sont déjà cotées officiellement dans leur pays d'origine. La simplification et l'harmonisation des techniques de cotation et des présentations de ces cotes permettrait enfin de développer la connaissance des marchés des autres pays membres et de stimuler l'arbitrage (points 39 à 41).

8. Afin de faciliter la circulation et la négociation des valeurs, certains aménagements d'ordre technique pourraient aussi être introduits parmi lesquels :

- l'institution d'un « clearing » européen des valeurs mobilières;
- l'adoption de mesures fiscales propres à favoriser la mise en circulation d'actions actuellement immobilisées dans des portefeuilles de sociétés, ainsi que l'allègement des impôts indirects sur les transactions boursières;
- l'harmonisation des règles auxquelles sont assujetties les institutions de crédit en tant qu'intermédiaires dans des transactions sur valeurs mobilières, ainsi que la recherche de solutions aux problèmes posés par les opérations des administrateurs et des dirigeants sur les valeurs de leur propre société;
- l'aménagement des dispositions qui — dans certains pays — entravent la négociation des « blocs » d'actions de manière à assurer à ces opérations une efficacité et une sécurité comparables dans les divers pays membres (points 42 à 48).

Chapitre 12 : Les disparités dans les régimes de fonctionnement et de contrôle des institutions financières

1. Une contribution active des divers types d'institutions financières à la création d'un marché européen des capitaux peut être limitée par des contraintes résultant des règles de fonctionnement et des régimes de contrôle qui leur sont imposés. L'inégalité de ces contraintes est susceptible par ailleurs d'introduire des distorsions de concurrence et, partant, d'être présentée comme un obstacle au processus d'intégration (points 1 à 9).

2. Les opérations de collecte des fonds par les banques se heurtent en premier lieu au problème de la diversité des réglementations de leurs taux créditeurs. En matière d'emploi des fonds, les disparités concernent moins la réglementation des taux que les quotités minimales obligatoires ou les quotités autorisées pour la détention de certains actifs (points 10 à 17).

3. La nécessité de réaliser un certain équilibre entre les règles de gestion des passifs et celles qui concernent la nature des actifs renforce l'exigence d'une harmonisation : la diversité des systèmes actuels pourrait, si elle n'était pas atténuée, susciter entre banques de différents pays membres des problèmes de concurrence analogues à ceux qui existent à l'heure actuelle entre institutions différentes d'un même pays (point 18).

4. Toute modification des règles de fonctionnement des institutions spécialisées de crédit ne pourrait être proposée qu'après un examen individuel de l'activité de chaque institution, afin de tenir compte des fonctions particulières qu'elle assure dans le système économique et financier du pays membre où elle est située. On pourrait toutefois poser le principe général que les éventuels avantages dont jouissent ces institutions ne se justifient qu'en fonction des charges ou des obligations spécifiques qui pèsent sur elles. En conséquence, il conviendrait d'en étendre le bénéfice à toutes les institutions supportant des contraintes ou des obligations analogues et de veiller à ce que, une fois réalisé, cet équilibre ne soit plus compromis (points 19 à 23).

5. En raison de l'importance de leurs ressources et de l'extension du réseau de leurs guichets, les caisses d'épargne ne peuvent être considérées comme des institutions à caractère purement local : elles ont un rôle essentiel à jouer dans le développement d'un marché européen des capitaux. A cet effet, une harmonisation de leurs règles de placement devrait en premier lieu conduire — ainsi que cela a été dit aux chapitres 8, 9 et 10 — à élargir la gamme des opérations qui leur sont permises. Tandis que les caisses locales seraient autorisées à réaliser dans d'autres pays membres — jusqu'à concurrence d'un certain pourcentage de leurs ressources — des placements identiques à ceux qui leur sont ouverts sur le plan interne, les organismes centraux et les caisses à structure centralisée pourraient d'ores et déjà se voir reconnaître de plus larges facilités pour leurs opérations dans d'autres pays membres (points 24 à 30).

6. Les principes d'une harmonisation des réglementations de placement des compagnies d'assurance vie ont déjà été énoncés. Un élargissement de leurs possibilités de placement en titres cotés a en particulier été préconisé. Dans le même sens, les dispositions empêchant les filiales ou succursales de compagnies d'assurance vie de confier tout ou partie de leurs réserves techniques à la société mère établie dans un autre pays membre devraient graduellement être assouplies (points 31 à 35).

7. La conclusion directe de contrats d'assurance vie avec des non-résidents pourrait contribuer efficacement au développement des échanges financiers intracommunautaires. Les entraves administratives s'opposant à la conclusion de contrats direct au-delà des frontières ainsi qu'à la publicité et au démarchage de compagnies d'autres Etats membres devraient être levées. Afin d'éviter que des problèmes de concurrence entre compagnies de pays différents ne surgissent de ce fait, il conviendrait que :

— les impôts indirects acquittés sur les primes d'assurance vie collectées soient supprimés dans les Etats membres où ils subsistent encore;

— les avantages fiscaux éventuellement offerts aux assurés leur soient acquis, que le contrat soit souscrit auprès de compagnies nationales ou de compagnies d'autres pays membres;

— le problème de la « séparation des branches » soit résolu;

— les principes de base en vigueur pour le contrôle des placements soient harmonisés : à long terme, une liberté aussi large que possible devrait être recherchée en cette matière avec, en contrepartie, de strictes obligations de publicité (points 36 à 38).

Chapitre 13 : L'obstacle du risque de change

1. Appelé à s'atténuer progressivement pendant le développement d'un marché européen des capitaux, le risque de change ne disparaîtra complètement que lorsqu'une union monétaire aura été formellement établie. Pendant la période de transition, les transactions financières intracommunautaires seront encore affectées par l'existence de ce risque (point 1).

2. Cet obstacle revêt une gravité particulière pour des investisseurs institutionnels tels que les caisses d'épargne et les compagnies d'assurances et — en ce qui concerne

leurs opérations à moyen et long terme non susceptibles d'une couverture à terme — également pour les banques (points 2 et 3).

3. L'importance du risque de change s'est déjà atténuée pour les emprunteurs à la faveur notamment de la diversification de leurs recettes en devises; quant aux intermédiaires financiers, s'ils ne peuvent pas assumer eux-mêmes ce risque, ils peuvent souvent obtenir qu'il soit pris en charge par le bénéficiaire de leur financement ou par une instance publique tierce (points 2 à 4).

4. La libéralisation prudente des règles de placement des investisseurs institutionnels, qui est préconisée aux chapitres précédents, pourrait inclure l'autorisation de procéder dans des limites données à des placements en monnaies étrangères, éventuellement par l'intermédiaire d'instruments qui, tels les fonds communs de placement, permettent une diversification des risques. D'ores et déjà, l'acquisition de titres étrangers cotés dans une bourse nationale devrait être permise sans restrictions à ces investisseurs (point 5).

5. L'unification des marchés des devises où l'on distingue encore un cours « réglementé » pour les transactions courantes et un cours « libre » pour les transactions en capital apparaît possible et comporterait un avantage important. A plus long terme, on pourrait même envisager de supprimer les modestes marges de fluctuations permises actuellement entre les monnaies des Etats membres (points 6 et 7).

6. Dans les emprunts internationaux, les conditions réglant la répartition du risque de change entre créanciers et débiteurs méritent un examen approfondi : ont ainsi été distingués les emprunts assortis d'une option de change (point 9), le recours à la monnaie du marché d'émission (point 10), les emprunts libellés en unités de compte (points 11 et 12) et l'emploi d'une monnaie tierce (point 13).

7. Les diverses expériences réalisées ont joué jusqu'ici un rôle positif dans le sens de la diversification des placements des épargnants, en s'adaptant avec souplesse à leurs préférences. Elles ont en même temps contribué à accroître la fluidité internationale des capitaux. A l'avenir, cependant, la disparition du risque de change devrait rendre superflu le recours à de telles clauses (point 14).

Chapitre 14 : Les entraves fiscales

1. La réalisation et le bon fonctionnement d'un marché européen des capitaux exigent que les systèmes fiscaux ne s'opposent pas à la création de conditions analogues à celles d'un marché intérieur. Cette neutralité sera atteinte lorsque la fiscalité n'aura plus d'incidence sur le choix du lieu du placement ou de la transaction, ni sur le choix de l'épargnant entre un placement direct et le recours à un intermédiaire collecteur d'épargne. Une telle neutralité suppose de même, à l'intérieur de la Communauté, une plus grande uniformité des incitations fiscales aux divers types de placement et modes de financement (points 1 à 7).

2. Les principaux obstacles à la neutralité souhaitée des systèmes fiscaux sont actuellement :

— la double imposition internationale des revenus mobiliers (points 8 à 10);

— l'existence d'avantages fiscaux ou de charges fiscales s'appliquant de façon limitative aux placements dans certains pays (point 11);

— enfin, l'attitude différente des Etats membres en matière de traitement fiscal des revenus de capitaux mobiliers payés à des non-résidents ou à des personnes gardant l'anonymat (points 12 et 13).

Pour réduire ces obstacles, certains aménagements des systèmes fiscaux des pays membres apparaissent nécessaires.

3. Lorsque des conventions internationales en vue d'éviter la double imposition manquent encore, laissent en dehors de leur champ d'application les revenus mobiliers, ou ne sont plus adaptées aux régimes fiscaux actuels, il convient de rechercher de nouvelles solutions par une convention multilatérale ou par l'adoption simultanée par tous les Etats membres de mesures appropriées. On peut ainsi convenir de n'imposer ces revenus que dans un des pays en cause, ou préférer au contraire le partage des recettes fiscales, par la perception d'une retenue dans l'Etat de la source du revenu et son imputation systématique dans l'Etat du bénéficiaire (points 10 et 14 à 19).

4. Comme il a été dit au chapitre 10, certains pays accordent à leurs seuls résidents et sur les dividendes des seules sociétés nationales un « crédit d'impôt » constituant en pratique une restitution à leur égard d'une partie de l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Cela introduit une différence de traitement, d'une part, entre revenus d'actions nationales et revenus d'actions étrangères et, d'autre part, entre résidents et non-résidents. Pour éviter ces effets de cloisonnement, on pourrait imaginer d'octroyer le même crédit d'impôt à l'occasion du paiement des dividendes de sociétés étrangères. Une solution plus conforme aux exigences de bon fonctionnement du marché consisterait à faire bénéficier, par l'introduction de procédures adéquates, les non-résidents d'un avoir équivalent au crédit d'impôt : cette solution rejoindrait le système, actuellement pratiqué en Allemagne, de la perception de l'impôt à un taux réduit sur la quotité distribuée des bénéfices des sociétés (points 20 à 24).

5. L'harmonisation des traitements fiscaux des revenus mobiliers payés à des non-résidents ou à des personnes gardant l'anonymat revêt une importance particulière pour le marché des obligations, en raison des répercussions directes que les considérations de rendement ont sur le choix des placements à revenu fixe. Cette harmonisation pourrait aboutir à une suppression de toute retenue à la source sur les intérêts obligataires ou à l'application dans tous les Etats membres d'une retenue de même taux. Il conviendrait en tout état de cause d'examiner soigneusement les éventuels problèmes que poserait la transition vers un tel système harmonisé, de façon à éviter que la mise en œuvre des réformes n'entraîne des perturbations du marché et des détournements des courants de capitaux (points 25 à 31).

6. Le problème de la restitution ou de l'imputation des retenues étrangères est parfois moins bien résolu à l'égard des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances et fonds de pension) qu'à l'égard des personnes physiques. Ce problème se pose toutefois en termes analogues et appelle d'une façon générale, les mêmes solutions (points 32 à 34).

7. Les désavantages fiscaux qui s'attachent actuellement aux placements effectués dans d'autres pays membres par l'intermédiaire d'organismes financiers devraient être

éliminés. Les solutions possibles dépendront des options de principe prises par les Etats membres en matière d'imposition des revenus de capitaux mobiliers placés à l'étranger. De plus, en raison de la complexité des relations juridiques entre les diverses parties en cause dans de tels placements, la « transparence fiscale » ne pourra probablement être assurée de façon entièrement satisfaisante que dans le cadre d'une convention multilatérale contre la double imposition prévoyant expressément le cas des fonds communs de placement et des sociétés d'investissement (points 35 à 44).

8. Les impôts indirects qui, actuellement, entravent de la façon la plus immédiate la réalisation d'un marché européen sont ceux qui frappent le rassemblement et la circulation des capitaux.

L'élimination de ces entraves pourrait être recherchée par une suppression pure et simple des impôts considérés ou par l'adoption par les différents pays de taux d'imposition uniformes, les conditions de perception des droits étant alors harmonisées de manière à éviter toute double imposition.

Le projet de directive actuellement soumis au Conseil prévoit la suppression du droit de timbre s'appliquant à l'émission des valeurs mobilières et à leur introduction en bourse, ainsi que l'interdiction de tout impôt qui pourrait s'y substituer; il prévoit également l'adoption d'un droit d'apport uniforme à un taux modéré (points 45 à 48).

PREMIÈRE PARTIE

LES ÉLÉMENTS DU PROBLÈME

Pour orienter le lecteur dans l'étude du problème qui fait l'objet de ce rapport, il est nécessaire d'éclairer en premier lieu la nature des exigences qui se manifestent aujourd'hui, l'approche que le groupe d'experts recommande pour les satisfaire et les données de fait essentielles pour la compréhension de la situation de départ dans le processus de développement d'un marché européen des capitaux. Tel est le but de cette première partie du rapport. Etant donné son caractère d'introduction, elle ne comporte pas, à la différence des parties suivantes, de recommandations particulières. La définition des principes dont s'est inspiré le groupe d'experts et les appréciations qu'il formule sur les problèmes susceptibles de découler de la diversité des situations actuelles constituent néanmoins un élément essentiel dans la structure du rapport.

LES FONDEMENTS ET LES CONDITIONS DU DÉVELOPPEMENT
D'UN MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

Introduction

1. L'équilibre des diverses dispositions du traité de Rome exprime l'exigence d'un parallélisme dans la réalisation progressive de ses objectifs économiques. Des déphasages temporaires étaient néanmoins inévitables : tel a été le cas pour la libre circulation des capitaux, qui a été distancée par les progrès réalisés dans l'établissement de l'union douanière, la liberté de mouvement pour les personnes et les services et la mise en œuvre de politiques communes. On ne peut en fait, à l'heure actuelle, entrevoir que l'ébauche d'un marché commun pour les capitaux : de plus, les différences constatées dans les attitudes adoptées par les divers États membres à l'égard du problème de la libre circulation des capitaux ne peuvent être maintenues indéfiniment sans danger.

Il apparaît même que cette situation ne manquerait pas — si elle devait se prolonger — de retarder sinon de remettre en cause l'établissement d'une véritable union économique entre les États membres. De même que l'expansion continue et équilibrée d'une économie nationale suppose l'existence de mécanismes financiers adéquats, de même le développement de la production et des échanges à l'échelle communautaire exige un système financier adapté aux dimensions d'une économie européenne.

Le problème serait sans doute moins aigu si les marchés nationaux assuraient, avec une pleine efficacité, la satisfaction des besoins de financement qui se manifestent dans chaque pays. Tel n'est pas le cas actuellement, semble-t-il, si l'on considère l'importance des efforts entrepris dans tous les États membres pour améliorer l'efficacité de ces marchés et faire ainsi face aux nouvelles données de l'évolution économique.

2. En présence de cette situation, deux attitudes opposées paraissent concevables. On peut soutenir que l'insuffisance des marchés nationaux constitue un obstacle difficilement surmontable pour la mise en place d'un marché européen des capitaux. Mais on peut, en refusant cette position purement négative, estimer qu'au contraire, à la faveur même des réformes envisagées ou entreprises par les divers gouvernements, le moment est venu de jeter les bases d'un marché des capitaux à l'échelle européenne. Il n'y a pas, en effet, de contradiction entre le désir d'améliorer l'efficacité des marchés financiers nationaux et l'objectif de développer un véritable marché européen : bien au contraire, les mesures pouvant permettre d'atteindre l'un des objectifs seront, dans la plupart des cas, identiques à celles qu'appelle la réalisation de l'autre objectif.

L'examen des conditions générales de l'équilibre économique dans les États membres atteste que cette deuxième option est possible et souhaitable. En effet, les taux d'épargne atteints dans les différents pays de la Communauté se situent favorablement dans les comparaisons internationales. Les imperfections des marchés des capitaux des pays

membres ne résultent pas à proprement parler d'une insuffisance de l'épargne globale, mais bien davantage d'un ajustement défectueux de l'offre et de la demande sur des marchés trop étroits et où se manifeste une préférence marquée pour les placements liquides.

La réalisation d'un vaste marché européen permettrait la rencontre de l'offre et de la demande de fonds dans des conditions concurrentielles, et au coût le plus bas. Un marché plus diversifié offrirait aux demandeurs de capitaux et aux bailleurs de fonds un large choix quant à la forme et au terme des opérations. Enfin, un marché intégré ne comporterait pas de détournements ou d'entraves aux courants de capitaux en raison de la résidence des agents économiques.

3. Il convient de ne pas perdre de vue que les mécanismes de marché apportent leur pleine contribution à la croissance et à l'équilibre économique dans le cadre de politiques qui expriment des préférences collectives et les orientations à long terme du système économique et social. Aussi, à un marché élargi des capitaux devrait naturellement correspondre une extension des moyens d'une politique économique communautaire. Il est incontestable, par ailleurs, que certaines méthodes d'intervention des politiques financières nationales sont, mieux que d'autres, compatibles avec la création progressive de marchés des capitaux plus largement ouverts vers l'extérieur. Les mesures concrètes que les experts préconisent pour le développement d'un marché européen des capitaux doivent donc permettre une adaptation graduelle des structures et des politiques financières des Etats membres. Elles s'inspirent, d'une part, d'une conception des fondements économiques d'un marché européen qui sera exposée dans la première partie de ce chapitre; elles sont fonction, d'autre part, du processus envisagé pour atteindre cet objectif, qui sera examiné dans la deuxième partie du chapitre.

I. Les fondements économiques d'un marché européen des capitaux

A. L'ÉLARGISSEMENT DES MARCHÉS ET L'EXPANSION ÉCONOMIQUE

4. Dans chacun des pays membres, le marché des capitaux — c'est-à-dire l'ensemble des mécanismes à travers lesquels les ressources sont collectées et orientées vers le financement des investissements — a retrouvé un rôle nettement plus significatif que celui qu'il jouait dans l'immédiat après-guerre. Au cours de la période de reconstruction, le recours au marché revêtait une importance modeste, la collecte des ressources comme le choix des investissements étant effectués principalement par l'Etat. La faiblesse de l'épargne des ménages imposait d'ailleurs un financement des investissements soit par l'intervention directe des pouvoirs publics, soit par l'épargne interne des entreprises. La situation est aujourd'hui différente.

La reconstitution des capacités d'épargne des ménages a permis de restituer sa fonction d'intermédiaire au marché des capitaux; les gouvernements, pour leur part, ont limité progressivement leurs concours directs au financement des entreprises. Parallèlement, les contraintes d'une concurrence sévère ont notablement réduit les marges d'autofinancement des entreprises. De ce fait, leurs possibilités de financement et par

là même leur capacité concurrentielle se trouvent conditionnées dans une large mesure par la facilité et le coût de leurs recours au marché, directs ou à l'aide des organismes intermédiaires.

Dans cette situation, la réalisation d'un marché européen apporterait trois séries d'améliorations principales.

A) DU POINT DE VUE DE LA DEMANDE DE CAPITAUX

5. Un tel marché contribuerait en premier lieu à faire face à l'accroissement des besoins provoqué par l'adaptation des entreprises aux nouvelles exigences du Marché commun. Les processus de réorganisation et de fusion qui apparaissent souhaitables pour permettre aux affaires industrielles et commerciales d'atteindre les dimensions économiques requises par le Marché commun, nécessitent en effet un recours accru à des financements externes.

D'autre part, les distorsions introduites dans la concurrence par l'inégalité des conditions de financement des entreprises d'un pays à l'autre et à l'intérieur même de chaque pays pourraient ainsi être atténuées. En effet, seules les grandes entreprises, dans l'état encore embryonnaire de l'organisation internationale des marchés financiers, peuvent s'adresser à des marchés extérieurs souvent à des coûts plus avantageux que ceux qu'elles auraient pu obtenir dans leur pays d'origine. Cette possibilité est pour le moment pratiquement fermée aux autres entreprises. L'une des conséquences majeures d'une fluidité accrue des capitaux à travers les frontières — et donc d'une égalisation internationale du coût des financements — serait ainsi de contribuer à réduire le désavantage dont souffrent, sous cet aspect, les petites et moyennes entreprises, sans que l'on puisse pour autant espérer le voir disparaître entièrement.

B) DU POINT DE VUE DE L'OFFRE DE CAPITAUX

6. La constitution d'un marché européen des capitaux ne se résume pas à l'addition des marchés des six Etats membres; le fait d'offrir aux épargnants individuels et aux investisseurs collectifs une gamme élargie de placements amènera sur le marché des fonds qui, jusqu'à présent, faute de trouver un emploi satisfaisant, se trouvaient affectés à la consommation, à la thésaurisation, à la spéculation ou à l'acquisition de valeurs-refuge.

La concurrence entre les intermédiaires financiers, si elle pouvait s'exercer librement à l'intérieur de toute la Communauté, permettrait de solliciter d'une façon plus efficace qu'auparavant les investisseurs potentiels et, donc, d'accroître le volume global de l'épargne se dirigeant vers le marché. Il s'agit d'ailleurs d'un processus qui s'est exercé tout au long des dernières années et auquel on doit notamment l'introduction et le développement, dans certains pays, de formes de placement qui ont obtenu par la suite un succès important : il en a été ainsi par exemple pour les sociétés immobilières d'investissement, les fonds communs de placement, les polices d'assurance vie comportant des clauses de valorisation. Ce processus de stimulation réciproque entre

intermédiaires financiers et une action de promotion plus suivie à l'égard des épargnants seraient en fait parmi les éléments de vitalité les plus importants d'un futur marché européen.

C) L'AJUSTEMENT DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE DE CAPITAUX

7. En termes économiques, on peut dire que la fonction d'un marché européen des capitaux serait de donner à la demande et à l'offre une faculté d'adaptation réciproque plus grande que dans le cadre des marchés nationaux existants. Actuellement, l'activité d'échange sur ces marchés est faible et la circulation des instruments financiers n'a pas la régularité voulue. Par conséquent, toute variation imprévue dans la demande ou dans l'offre entraîne des fluctuations plus que proportionnelles dans le coût des capitaux.

Les effets de la réalisation d'un large marché des capitaux, qui seront d'autant plus positifs qu'ils s'accompagneront d'une coordination étroite des politiques économiques et financières, peuvent être examinées sous deux aspects, structurel et conjoncturel.

En premier lieu, l'échange de certaines catégories d'actifs financiers contre d'autres est susceptible d'avoir des effets équilibrateurs entre les divers marchés. Tel est le cas, par exemple, lorsqu'un accroissement de la préférence pour la liquidité dans un pays donné a comme résultat une augmentation des taux sur le marché des capitaux à long terme : il se produit alors une exportation de valeurs mobilières — et donc un afflux de capitaux à long terme — et, en même temps, une accumulation de créances à court terme. Si cette possibilité d'arbitrage n'existait pas, il est évident que la perturbation des conditions du marché dans ce pays serait plus brutale que dans le cas où une « vanne de sécurité » existe, dans les communications avec les autres marchés financiers. De tels échanges d'actifs financiers rentrent dans le fonctionnement normal d'un marché où les échanges s'effectuent librement. Ils ne diffèrent d'ailleurs pas dans leur nature des courants de marchandises qui se sont développés par suite de la réalisation du Marché commun et dont personne ne songe à contester l'utilité économique.

Mais on exprime souvent la crainte que, dans l'état actuel des choses, les tensions accumulées à l'intérieur des marchés nationaux — notamment en raison de l'étroitesse de ceux-ci, des différences dans le traitement fiscal des divers types de placements, et d'autres distorsions qui subsistent encore — ne donnent lieu, dans le cadre de l'intégration des marchés, à des mouvements « pervers » de capitaux. En fait, certaines de ces difficultés doivent être considérées comme des problèmes de transition dans l'ajustement à une nouvelle situation et tendraient à s'atténuer rapidement par le jeu même du marché. D'autres risques seraient réduits dans la mesure où l'on accélérerait dans chacun des Etats membres de la Communauté l'amélioration des mécanismes actuellement en place, en favorisant l'adaptation des possibilités de placement aux préférences des épargnants, en assurant la neutralité fiscale, particulièrement entre les placements internes et les placements dans d'autres pays membres.

Sur un plan structurel toujours, la réalisation d'un marché intégré faciliterait par un autre biais l'ajustement de l'offre à la demande de capitaux à long terme. Compte tenu de la préférence que les épargnants manifestent pour les placements liquides, cet

ajustement rend nécessaire dans tous les Etats membres un recours à la « transformation » de tels placements à court terme en emplois de plus longue durée, par l'intermédiaire des institutions financières. Cette transformation trouve cependant une limite dans les exigences de liquidité des établissements financiers qui la réalisent. Ces exigences sont d'autant plus contraignantes que le volume des fonds sur lesquels elle porte est plus réduit : la réalisation d'un système financier de dimensions européennes accroîtrait donc, grâce à l'extension des possibilités d'action de ces établissements et à l'intensification des échanges financiers, les possibilités globales de transformation d'un volume donné d'épargnes liquides.

Le deuxième aspect sous lequel il faut considérer l'ajustement plus aisé entre offre et demande qui proviendrait de l'intégration des marchés des capitaux, est l'aspect conjoncturel. En effet, on ne peut pas escompter la disparition totale des déphasages dans l'évolution conjoncturelle des économies des divers Etats membres, même dans le cadre d'une harmonisation poussée de leurs politiques. Ces déphasages se reflètent directement sur les conditions des marchés des capitaux : les fluctuations qui en résultent pourraient être considérablement réduites si l'équilibre entre offre et demande se faisait non pas dans le cadre de marchés nationaux souvent trop étroits, mais dans un cadre plus large où elles tendraient à se compenser.

La portée pratique de ces deux séries de considérations apparaît immédiatement lorsque l'on se tourne vers un problème qui se situe au premier plan de l'actualité, le renchérissement du loyer de l'argent qui n'a pas cessé de s'accroître au sein de la Communauté et dans les pays tiers.

Il est difficile de considérer ce phénomène comme purement cyclique, puisqu'il continue à se manifester même lorsque l'expansion a tendance à s'affaiblir. Il convient donc de le relier à des facteurs plus profonds tels que :

- l'accroissement déjà cité des besoins de financement externe des entreprises privées et des programmes d'investissement du secteur public;
- la demande de la part des bailleurs de fonds de rendements nominaux croissants, de nature à sauvegarder le rendement réel de leurs placements face aux risques d'érosion monétaire;
- le relèvement délibéré des taux d'intérêt de la part de pays que des raisons de balance des paiements obligent à participer à une surenchère parfois en contradiction avec la situation intérieure de leur économie.

En fait, on peut constater depuis quelque temps dans presque tous les pays une tendance — qui constitue la toile de fond de ces développements — à pousser les dépenses d'investissement des secteurs public et privé au-delà de ce que permettraient les ressources disponibles. L'élargissement à l'échelle européenne du cadre dans lequel s'établit l'équilibre de l'offre et de la demande de capitaux contribuerait vraisemblablement à modérer les effets souvent indésirables de cette tendance sur les marchés des capitaux.

En premier lieu, l'accroissement de l'offre de capitaux et le meilleur fonctionnement des mécanismes de répartition limiteraient les effets de l'expansion de la demande de capitaux sur le loyer de l'argent, effets qui risquent d'être particulièrement sensibles sur des marchés étroitement cloisonnés comme à présent.

En deuxième lieu, à l'intérieur de la Communauté, une surenchère sur les taux d'intérêt pour des raisons de balance des paiements perdrait toute raison d'être et deviendrait en fait impossible: certes, le problème des rapports avec les marchés tiers continuerait à subsister, mais il pourrait mieux être résolu par une action commune de la part des Etats membres que par les actuels efforts trop dispersés.

B. LA RÉALISATION DE L'UNION ÉCONOMIQUE ENTRE LES ETATS MEMBRES

8. A ces réflexions d'ordre général sur le rôle qu'un marché financier intégré doit jouer dans l'expansion de l'économie communautaire, il convient d'ajouter quelques considérations ayant trait à des aspects particuliers de la réalisation de l'union économique entre les Etats membres. Parmi ces aspects on a considéré tout d'abord la contribution qu'un marché européen des capitaux peut apporter à la mise en œuvre d'actions communes. On a examiné ensuite l'amélioration qu'un tel marché pourrait apporter au fonctionnement des relations internationales de paiement, sans pour autant examiner de façon approfondie l'ensemble des mécanismes d'ajustement de la balance des paiements, analyse qui se situe en dehors du cadre de ce rapport.

A) LA MISE EN ŒUVRE D'ACTION COMMUNES

9. Dans la politique régionale ainsi que dans la politique agricole au-delà des subventions budgétaires consenties par les Etats, des moyens financiers collectés sur les marchés constituent déjà un élément d'appoint important. Il suffit de se référer à l'action des divers organismes spécialisés dans le financement des investissements dans les régions moins développées et des institutions de crédit agricole. Sur le plan communautaire, le Banque européenne d'investissement a entre autres fonctions, celle de financer des projets contribuant à la mise en valeur de telles régions et a recours dans ce but au placement d'emprunts sur les marchés; quant à la politique agricole commune, si elle se finance de façon prédominante par des mécanismes se situant en dehors du marché, elle doit également pouvoir compter sur l'action des institutions que l'on vient de mentionner.

Le fait même de la mobilité des capitaux est appelé à jouer un rôle important dans le cadre de la politique régionale puisque, avec la libre circulation des produits et de la main-d'œuvre, un cloisonnement des marchés des capitaux risquerait d'avoir pour résultat une aggravation plutôt qu'une correction des déséquilibres actuels.

Le groupe d'experte estime à ce propos devoir rejeter l'argumentation assez fréquemment avancée, suivant laquelle la libre circulation des capitaux risquerait d'appauvrir davantage les régions moins favorisées en raison de l'attraction qu'exercent, sur le plan des investissements, les régions plus développées. La libre circulation des capitaux est une condition nécessaire, mais certainement pas suffisante dans le cadre d'une politique de développement régional: la création de conditions favorables aux investissements constitue évidemment le préalable nécessaire à une telle politique. Si ces conditions font défaut, rien n'empêchera que ces régions ne s'appauvrissent en capitaux.

déjà dans les conditions actuelles; si ces conditions sont par contre réunies, l'afflux plus aisé de capitaux extérieurs pourra accélérer de manière appréciable la réalisation des buts de cette politique régionale.

Un marché européen des capitaux devrait remplir une fonction importante dans le cadre de la politique commune des transports. Les projets de développement et d'amélioration de l'infrastructure des transports qui doivent être réalisés de façon coordonnée au sein de la CEE impliquent des besoins en capitaux considérables : leur financement devra être assuré en grande partie par l'emprunt, la mise en œuvre rapide de ces projets dépassant sans aucun doute les possibilités budgétaires des Etats. D'ailleurs, la tendance constatée dans plusieurs Etats membres est de faire appel de manière croissante au marché des capitaux pour financer certaines infrastructures qui étaient jadis considérées comme des investissements relevant du budget (autoroutes, pipelines, liaisons fluviales).

Il convient aussi de rappeler l'assistance financière que la Communauté s'est engagée à apporter aux Etats africains et malgache associés, ainsi qu'à la Grèce et à la Turquie. Cette assistance repose pour sa plus grande partie sur des allocations budgétaires mais doit pouvoir compter également sur le concours de la Banque européenne d'investissement qui devra, pour sa part, faire appel aux marchés des capitaux.

Plus important peut-être, en ce qui concerne les rapports avec les pays tiers, est la charge que représente pour les marchés des capitaux l'accroissement considérable des crédits à l'exportation à moyen et à long terme, ainsi que l'assistance financière aux pays en voie de développement, réalisée directement ou par l'entremise d'institutions internationales. En ce qui concerne les crédits à l'exportation, l'inégalité de leurs conditions de financement peut être une cause de distorsion dans la concurrence et, sous cet aspect, il apparaît que seule une intégration suffisamment poussée des marchés pourrait rétablir une égalité des chances entre les entreprises dont les exportations sont conditionnées par les termes des crédits accordés aux acheteurs. Il est évident, d'autre part, que seul un marché des capitaux suffisamment large pourra permettre aux pays membres de jouer sous toutes les formes possibles un rôle d'exportateur de capitaux vis-à-vis des pays moins développés, à des conditions et pour des montants correspondant à l'importance économique de la Communauté prise dans son ensemble.

B) L'AMÉLIORATION DES RELATIONS INTERNATIONALES DE PAIEMENT

10. Il est généralement admis qu'une situation d'union monétaire serait réalisée dès que les marchandises, les services et les personnes pourraient circuler librement, que les mouvements de capitaux et les transactions financières courantes seraient libres de toute restriction et qu'en outre les partenaires se seraient engagés à ne pas modifier les taux de change établis entre leurs monnaies. Parmi ces diverses conditions, celle de la stabilité des parités de change ne fait l'objet d'aucun engagement formel de la part des Etats membres. Cependant, il y a tout lieu de penser qu'ils accordent d'ores et déjà au maintien des parités existantes une attention beaucoup plus vigilante que celle que l'on aurait pu prévoir lors de l'entrée en vigueur du Traité. Depuis 1959 d'ailleurs, il est apparu possible de maintenir la stabilité des taux de change dans un espace économique à l'intérieur duquel s'effectuent d'importantes modifications structurelles. En

effet, mise à part la modeste réévaluation du DM et du florin en 1961, aucun autre ajustement n'est intervenu; si on a pu craindre des déséquilibres de caractère permanent, ceux-ci relevaient du problème des liaisons avec les pays tiers plus qu'ils ne concernaient les relations entre partenaires. En outre, la politique suivie en Italie, par exemple, lors des difficultés conjoncturelles de 1963/64, semble montrer qu'on est disposé à remédier aux perturbations sans recourir à des restrictions ni à la modification des parités de change. D'autre part, les Etats membres ont convenu de réaliser toutes les autres conditions avant la fin de la période transitoire prévue par le traité de Rome.

En supposant réalisées la libre circulation des marchandises et la mobilité intégrale des capitaux, et confirmée la stabilité des taux de change, il est évident que l'offre et la demande de capitaux deviendraient, dans chacun des Etats membres pris isolément, très sensibles aux variations des taux d'intérêt; le compte capital de la balance des paiements pourrait donc facilement être affecté dans le sens voulu par des mesures de politique monétaire. La nécessité de recourir aux réserves des banques centrales comme conséquence indirecte de déséquilibres dans les paiements intracommunautaires serait donc éliminée et l'on peut même dire que la mobilité des capitaux est l'une des conditions d'un fonctionnement sans heurts de l'économie communautaire en régime de taux de change fixes et de liberté absolue des transactions courantes. Le financement temporaire d'éventuels déséquilibres s'effectuerait ainsi à travers des mouvements de capitaux.

11. En matière de relations de paiement entre la Communauté et les pays tiers, relations qui ont été parfois sérieusement affectées par l'incapacité des marchés européens de satisfaire dans la forme voulue la demande intérieure de capitaux, des considérations analogues semblent valables. Si l'on se place dans la perspective d'une politique monétaire commune vis-à-vis des pays tiers, la nécessité de disposer de marchés financiers efficaces et sensibles aux stimulations mises en œuvre pour favoriser des mouvements équilibrants de capitaux, apparaît évidente.

En ce qui concerne les relations avec ces pays, une coordination satisfaisante des politiques économiques pourrait ne pas être obtenue et l'élimination des disparités de traitement fiscal ainsi que la stabilité des taux de change pourraient ne pas être nécessairement assurées. Certains ont soutenu que les mouvements de capitaux peuvent, dans de telles circonstances, constituer un élément déséquilibrant dans les paiements internationaux. Il peut alors être nécessaire, afin de préserver la liberté des transactions courantes, d'imposer certaines limitations aux transactions internationales en capital.

L'argumentation développée au point 7 ci-dessus, a déjà éclairé la position du groupe d'experts sur cette question délicate: il convient seulement d'ajouter ici que des mesures restrictives prises dans une optique à court terme et pour faire face à des dangers immédiats ne doivent pas être l'expression d'une politique tendant à rejeter systématiquement le fardeau de l'ajustement sur le compte capital de la balance des paiements. De telles mesures restrictives tendent à se perpétuer et à s'accroître dans le temps et sont la source de distorsions croissantes: il convient donc de rechercher l'élimination des déséquilibres dans la correction des politiques qui en ont été la cause première.

II. Les conditions du développement d'un marché européen des capitaux : le rôle des pouvoirs publics et des institutions financières

12. Après avoir esquissé les fonctions qu'un marché des capitaux intégré pourrait remplir dans la vie de la Communauté, il convient d'examiner à quelles conditions la réalisation d'un tel marché se trouve subordonnée.

En cette matière, le Traité n'a fait que fixer des objectifs — définis d'ailleurs de manière relativement imprécise — et indiquer les procédures à suivre en vue de la libération des mouvements de capitaux et de la suppression des discriminations. Mais la construction progressive d'un marché européen des capitaux suppose certaines réformes et adaptations dans les techniques et le cadre institutionnel actuels. S'il est souhaitable que cette évolution ait, dans toute la mesure du possible, un caractère spontané, on ne saurait ignorer qu'elle nécessite, pour être efficace et rapide, un effort conscient de la part des gouvernements des États membres et des institutions financières.

A. LE RÔLE DES POUVOIRS PUBLICS

13. Le rôle des pouvoirs publics se conçoit sur deux plans, d'ailleurs complémentaires. D'une part, les pouvoirs publics définissent les conditions dans lesquelles les mécanismes de marché réalisent l'affectation des ressources. Dans le cadre d'une politique économique harmonisée, il importe que les « règles du jeu » auxquelles sont soumis les mécanismes de marché soient clarifiées. La définition d'un « programme de politique économique à moyen terme » au niveau de la Communauté permettra de tracer un tel cadre.

D'autre part, plusieurs catégories de mesures d'ordre législatif ou réglementaire apparaissent nécessaires pour accélérer la mise en place d'un marché européen des capitaux intégré. Leurs orientations peuvent être dès à présent indiquées dans leurs grandes lignes et seront développées de manière plus détaillée dans les chapitres ultérieurs du rapport.

Les réformes que préconise le groupe d'experts sont essentiellement d'ordre technique; elles ne mettent pas en cause les objectifs politiques des gouvernements, mais seulement le choix des instruments de politique économique.

A) L'ADAPTATION DES INSTRUMENTS

14. Les adaptations prioritaires se situent dans cinq domaines principaux :

— Dans le domaine fiscal, les discriminations existant entre les placements internes et les placements à destination ou en provenance des autres pays membres devraient être éliminées. Un aménagement des différences de traitement fiscal des divers types de placements ainsi que la réduction ou l'élimination de certains impôts indirects sur les opérations de collecte des capitaux s'imposent également.

— Le cloisonnement intérieur des marchés nationaux des capitaux devra perdre de son importance actuelle à mesure que se réalisera l'élargissement des circuits financiers à l'échelle européenne. Il importe toutefois que les autorités nationales renforcent cette évolution en reconsidérant le régime de certains circuits spécialisés de financement.

— La réglementation des investisseurs institutionnels, souvent trop ancienne et, de ce fait, inadaptée aux évolutions en cours, devrait être révisée. Pour faciliter leur essor, encore insuffisant dans les pays de la Communauté, il conviendrait en particulier de supprimer certains obstacles qui s'opposent à la réalisation par ces institutions d'un plus vaste éventail d'opérations de placement, aussi bien sur les marchés des autres pays membres que sur le marché national.

— Les réglementations des changes portant sur les mouvements de capitaux devraient également être réexaminées, en tenant compte du régime de convertibilité intégrale déjà atteint dans les transactions courantes. Un tel examen permettrait d'apprécier, d'une part, l'efficacité des contrôles en vigueur, d'autre part, l'importance des obstacles que ces réglementations peuvent constituer à un agencement ordonné et équitable des transactions financières internationales.

— Sur un plan général, à certaines interventions de caractère administratif qui comportent des décisions discrétionnaires devraient être substituées des règles de fonctionnement clairement définies, permettant de supprimer tout risque, réel ou supposé, de traitement discriminatoire.

B) L'HARMONISATION DES POLITIQUES ÉCONOMIQUES

15. Les exigences et particularités des politiques nationales s'atténueront d'autant plus que l'expérience communautaire dégagera des formules de coordination ou d'harmonisation de ces politiques, tant au niveau de l'action conjoncturelle qu'à celui de la politique de croissance à plus long terme. En particulier, la mise en œuvre d'un programme communautaire de politique économique à moyen terme, en localisant les déséquilibres éventuels et en explicitant les priorités retenues, précisera les bases de la politique financière. Les besoins de financement et les modes de couverture de ces besoins seront appréciés dans une meilleure perspective.

Cette « programmation financière » de la part des pouvoirs publics permettra d'atteindre deux buts. Sur le plan interne, on pourra éviter qu'une pression excessive sur le marché de la part des demandeurs de capitaux trop peu sensibles aux variations de taux — soit que les considérations de rentabilité ne s'imposent pas à eux, soit que leur stratégie les conduise peut-être provisoirement à moins de prudence — ne déséquilibre les marchés et n'aboutisse à un « rationnement par le coût » des demandes plus conformes aux exigences de la politique économique.

En même temps, il sera plus aisé de prévoir l'ampleur et la direction probables d'une redistribution des ressources financières entre les pays membres et, au cas où elle serait jugée indésirable, de prendre de concert des mesures compensatoires. Il n'y a pas, du reste, de raisons de supposer que la redistribution des ressources se limiterait au cadre communautaire: ce problème a déjà été évoqué au point 11 ci-dessus.

L'harmonisation des politiques économiques serait également souhaitable en ce qui concerne certaines formes d'intervention des pouvoirs publics qui, pour assurer des financements prioritaires ou privilégiés, sont effectuées à travers les institutions de crédit ou directement sur les marchés de capitaux au sens large. Cette harmonisation, qui sera discutée aux chapitres 5 et 6, se heurte à la difficulté de déterminer la portée réelle de ces interventions sur les conditions du marché et les impulsions qu'elles peuvent transmettre même au-delà des frontières.

Pour cette raison, comme pour d'autres d'ordre strictement interne, il apparaît souhaitable que les subventions envisagées apparaissent clairement dans le budget et soient attribuées aux bénéficiaires directement, ou par le canal d'institutions financières agréées. Les taux d'intérêt en vigueur sur les divers marchés correspondant alors plus nettement aux conditions réelles de l'offre et de la demande, une objection majeure à l'intégration des marchés s'atténuerait considérablement. Les interventions budgétaires ne sont pas — pour des raisons politiques plus que techniques — aussi faciles à mettre en œuvre que le recours à des mesures dans le domaine du crédit. Mais on peut se demander si précisément la facilité des méthodes d'intervention sur le crédit n'a pas contribué à maintenir certaines rigidités des systèmes budgétaires et plus particulièrement des systèmes fiscaux, préjudiciables aussi bien du point de vue de l'équité que de l'efficacité de la politique économique.

B. LE RÔLE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

A) LES ADAPTATIONS SOUHAITABLES

16. Elles pourront se réaliser dans trois directions essentielles :

— Certaines techniques financières pratiquées sur un ou plusieurs marchés nationaux, mais faiblement développées sur les autres, pourront s'étendre à l'ensemble des marchés et accroître ainsi tant la gamme des placements proposés aux épargnants que celle des financements offerts aux demandeurs de fonds.

— Le partage des compétences entre les diverses catégories d'intermédiaires financiers est souvent trop poussé : cet état de fait limite, d'une part, leurs possibilités de collecte de fonds d'épargne et leur interdit, d'autre part, certaines formes d'interventions en faveur de l'économie. L'accroissement et la diversification de leurs opérations, aussi bien à l'actif qu'au passif, grâce à leur insertion dans un marché plus vaste, contribuera à recréer les conditions d'une concurrence effective entre les institutions financières.

— Les liens entre les institutions financières se resserreront notamment par la création de services communs dont le champ d'application s'étendrait à l'ensemble des pays de la Communauté. L'extension des liaisons financières facilitera en outre le refinancement des institutions nationales sur le marché européen des capitaux et, inversement, le placement temporaire d'excédents dans les moyens disponibles par rapport à la demande.

Dans cette évolution, les intermédiaires qui sont actuellement les plus expérimentés dans le domaine des opérations financières avec l'étranger joueront un rôle d'entraînement par rapport aux autres organismes financiers. C'est pourquoi il importe que les

mesures de stimulation de l'épargne ne conduisent pas à immobiliser dans des placements nationaux : pour parer aux dangers d'un tel cloisonnement, il conviendrait que soient étendues aux marchés des autres pays membres les possibilités de placement des institutions qui collectent cette épargne.

Les possibilités d'adaptation ne sont pas identiques pour toutes les catégories d'institutions. Sans doute existe-t-il des intermédiaires financiers, comme les sociétés d'investissement et les fonds communs de placement, ainsi que, avec certaines réserves, les compagnies d'assurances, qui ont vocation à agir sur le marché international aussi bien en ce qui concerne le rassemblement de leurs ressources que leurs opérations de placement. Ceci est vrai aussi de certaines institutions bancaires, comme les banques d'affaires et, pour une partie de leur activité (notamment dans le domaine des opérations en devises à court terme), les banques de dépôt.

Si d'autres institutions ne peuvent employer les moyens dont elles disposent que dans le cadre national, elles ont néanmoins la faculté de recourir aux possibilités de refinancement que leur offre le marché international et qui, dans certains cas, peuvent avoir une importance très grande : on peut citer à ce propos les institutions spécialisées dans le financement des crédits à moyen et long terme dont le refinancement par l'émission d'obligations sur le marché international se pratique déjà sur une assez large échelle. Inversement, certaines catégories d'intermédiaires ou même de bailleurs de fonds « du premier degré » peuvent trouver sur ce même marché international des possibilités de placement sans pour autant y apparaître comme demandeurs de fonds.

En définitive, seul un nombre limité d'institutions ne sont pas encore en mesure d'étendre aisément — tout au moins de manière directe — le champ de leurs opérations aux autres Etats membres : les limitations que rencontrent à cet égard les caisses d'épargne et certains organismes d'assurance et de prévoyance en fournissent un exemple, mais une évolution est possible même en ce qui les concerne, ainsi qu'on le verra aux chapitres 8 et 12 notamment.

B) PERSPECTIVES D'ÉVOLUTION

17. L'élargissement des horizons, la stimulation fournie par la concurrence ainsi que la transposition des techniques couramment pratiquées sur d'autres marchés seront les éléments moteurs des transformations requises par la formation d'un marché des capitaux intégré. Il faut néanmoins reconnaître que ce processus ne pourra aboutir à un marché unique véritable que par la disparition de l'une des entraves de caractère matériel qui continue à revêtir une importance fondamentale: le risque de change. C'est seulement avec la réalisation d'une union monétaire véritable que les intermédiaires financiers et les demandeurs et bailleurs de fonds pourront opérer sur le marché européen des capitaux comme sur un marché homogène. Des mesures permettant de réduire l'obstacle que constitue le risque de change sont néanmoins possibles et il y est d'ailleurs déjà largement recouru. On examinera ce problème au chapitre 13.

18. On peut se demander si le développement d'un marché des capitaux à l'échelle européenne entraînera nécessairement la suprématie d'une des places financières comme centre du marché européen, les autres places conservant un rôle périphérique. En

fait, ce type de structure n'apparaît pas probable, compte tenu, d'une part, du rôle plus réduit que la concentration des institutions dans un lieu donné joue à une époque où les communications deviennent de plus en plus rapides et, d'autre part, de l'importance que conserveront encore très longtemps certains circuits financiers « internes », propres à chaque pays membre. La structure qui, vraisemblablement tendra à se façonner, pourrait consister en une série de centres financiers de caractère encore « national », qui seraient toutefois reliés par un réseau croissant de relations financières internationales. Ce réseau, dont on peut prévoir que dans un avenir plus éloigné il s'étendra à l'ensemble des circuits financiers, constituera en fait un marché européen sur lequel des institutions de plus en plus nombreuses exerceraient leurs activités en débordant du cadre étroit de leur marché national.

Cette précision devrait, dans l'esprit du groupe d'experts, dissiper tout malentendu quant à la nature du marché européen en voie de réalisation. Il ne s'agit pas d'un processus d'empiètement croissant de l'actuel « marché international » (marché des euro-devises et marché des euro-émissions) sur les activités normales des marchés nationaux existants, qui conduirait à leur affaiblissement progressif. Le marché européen sera, au contraire, le résultat d'un épanouissement des actuels marchés et d'une harmonisation et intégration graduelle de leurs activités, le « marché international » agissant comme stimulant concurrentiel et s'insérant dans le marché européen en voie de constitution.

Le resserrement des liens d'ordre financier entre les pays de la Communauté ne devra d'autre part pas s'opérer aux dépens du maintien ou du développement des relations qui existent entre chacun des pays membres et les marchés des capitaux des pays tiers. Bien au contraire, comme cela a été le cas dans le domaine des échanges commerciaux où l'intensification des rapports entre les pays membres s'est accompagnée d'un accroissement des courants d'échange avec les pays tiers, la réduction des entraves aux mouvements financiers bénéficiera aussi aux relations entre les pays membres et les pays tiers. On peut même estimer que le maintien des liens entre les centres financiers de la Communauté et ceux des pays tiers contribuera utilement au processus d'intégration à l'intérieur de la CEE.

Le développement d'un marché ne se limitant toutefois pas à des décisions de libération mais comportant également des mesures d'organisation et surtout d'harmonisation des régimes fiscaux, de la réglementation administrative, etc., il n'est pas certain que les progrès qui seront réalisés en matière de liaisons financières entre les pays membres, d'une part, et entre ces derniers et les pays tiers, d'autre part, s'effectueront au même rythme. Dans l'hypothèse d'un déphasage, il est possible que certains « détournements dans les échanges » soient enregistrés; mais il est logique d'estimer qu'à l'image de ce qui a été constaté en matière commerciale, les effets de « création d'échanges » seront de loin plus importants que ces éventuels détournements.

CONCLUSIONS

19. Il a déjà été souligné que la réalisation progressive d'un marché européen des capitaux ne pourra aboutir que dans la mesure où le cadre économique général réunirait un certain nombre de conditions favorables.

C'est ainsi que le développement de l'épargne devra continuer à un rythme soutenu et accru, ceci grâce à la stabilité des prix, qu'il est essentiel de maintenir, à l'élargissement des marchés, ainsi qu'à d'éventuelles mesures de stimulation, qui devraient toutefois revêtir un caractère plus neutre quant au lieu du placement. Dans la mesure où le développement quantitatif de l'épargne et sa plus grande mobilité permettront d'atténuer l'impression d'une rareté généralisée de capitaux qui prévaut actuellement sur certains marchés (et qui n'est en fait que l'expression de déséquilibres sectoriels et de mauvais ajustements entre la demande et l'offre), les autorités pourront adopter une attitude plus libérale, puisqu'elles auront moins de raisons de craindre des bouleversements à la suite de la suppression des cloisonnements intracommunautaires.

Un autre facteur essentiel sera constitué par la poursuite du rapprochement des conditions de marché sur les diverses places financières. Ce rapprochement, amorcé sous l'impulsion des mesures de libération déjà adoptées et du processus d'intégration économique en général, a d'ores et déjà réduit assez largement les écarts qui existaient entre les niveaux des taux d'intérêt, et, sur certains marchés, les écarts entre les taux de rémunération des services offerts par les institutions financières. Néanmoins, les différences restent encore marquées : on peut penser qu'elles seront progressivement réduites par l'intensification des mouvements de capitaux, mais il n'en demeure pas moins que l'éventualité d'actions divergentes de la part des pouvoirs publics n'est pas encore à exclure; or, ces divergences pourraient compromettre le rapprochement déjà intervenu et, par suite, inciter à nouveau les autorités à rechercher un isolement du marché national. Il importe donc d'organiser dans toute la mesure du possible une action harmonisée en matière de politique des taux d'intérêt.

La troisième condition importante semble être que la situation de balance des paiements des divers Etats membres corresponde à l'équilibre souhaité par ceux-ci à long terme, cet équilibre pouvant d'ailleurs comporter une position d'exportateur ou d'importateur structurel de capitaux. Il ne convient pas, en effet, que des raisons ayant trait à la situation des paiements extérieurs puissent constituer une incitation à intervenir sur les conditions dans lesquelles ont lieu les mouvements internationaux de capitaux à long terme entre Etats membres.

20. Le groupe d'experts s'est attaché tout au long de ce rapport à définir, sous leur aspect de technique financière, les conditions qui lui paraissent indispensables au développement d'un marché européen des capitaux. S'il a volontairement exclu de son étude des considérations strictement politiques, il considère cependant qu'un certain nombre de principes généraux devront être respectés par les gouvernements des pays membres; le développement d'un marché européen des capitaux nécessite en effet des politiques vigoureuses de promotion de l'épargne, le maintien de la stabilité de la monnaie et des prix, enfin, une gestion équilibrée des finances publiques.

C'est à la réalisation de ces conditions essentielles qu'est subordonné le renforcement durable des liens financiers à l'intérieur de la Communauté.

Pour mieux définir les actions à entreprendre, le groupe d'experts a estimé souhaitable d'examiner les caractéristiques essentielles des problèmes communs aux marchés financiers nationaux et de mesurer l'importance des relations financières qui se sont déjà nouées entre les pays de la Communauté. Cette analyse de la situation actuelle fera l'objet des deux autres chapitres de cette partie.

LES PROBLÈMES DE STRUCTURE COMMUNS AUX MARCHÉS
DES ÉTATS MEMBRES DE LA CEE

Introduction

1. Les caractéristiques des marchés financiers les plus significatives dans la perspective du développement d'un marché européen des capitaux sont étudiées dans ce chapitre. Celui-ci n'a pas, cependant, un but de description — qui l'éloignerait des directives du mandat imparti au groupe d'experts — et ne prétend pas fournir une image complète de la structure et du fonctionnement des marchés des États membres. Il vise à faire ressortir les principales divergences susceptibles de constituer une entrave au processus d'intégration.

L'analyse portera sur les marchés des capitaux définis, ainsi qu'il a été dit au chapitre précédent, comme l'ensemble des mécanismes à travers lesquels les ressources sont collectées et canalisées vers le financement des investissements productifs et des infrastructures économiques et sociales. Elle portera donc essentiellement sur les marchés des valeurs mobilières et les mécanismes du crédit à moyen et long terme; on ne négligera pas, pour autant, l'étude des flux de capitaux placés à court terme, qui interviennent à titre de moyens de financement de complément ou de substitution dans l'alimentation et l'ajustement des circuits épargne-investissement.

La documentation statistique présentée en annexe met en évidence les caractéristiques principales des marchés des capitaux et permet d'évaluer les ordres de grandeur des phénomènes étudiés, mais ne permet pas de comparer, dans le détail, des institutions ou des mécanismes dont les définitions ne coïncident pas dans tous les cas.

Les problèmes de structure des marchés des pays membres seront examinés sous quatre aspects dans les diverses sections du chapitre :

- I. L'équilibre épargne-investissement, c'est-à-dire le problème de la formation brute de capital et de son financement;
- II. La composition de la demande de moyens de financement;
- III. Les caractéristiques de l'offre de moyens de financement;
- IV. Le rôle des intermédiaires financiers dans l'ajustement de l'offre et de la demande des agents économiques.

I. La formation brute de capital et son financement : l'équilibre épargne-investissement

A. LE NIVEAU DE L'ÉPARGNE

2. La perspective de l'intégration de marchés des capitaux jusqu'ici à peu près isolés les uns des autres soulève, dès l'abord, le problème des différences dans le niveau de la formation brute de capital et des conditions de réalisation de l'équilibre épargne-investissement.

Sur le plan des principes, ces grandeurs macroéconomiques pourraient paraître ne pas présenter un intérêt direct pour l'étude des courants de capitaux qui s'établiront entre les divers marchés une fois éliminés les obstacles actuels. En effet, si un équilibre fondamental entre épargne et investissement existe sur un marché donné, le fait qu'il s'établisse à un niveau élevé ou non ne devrait avoir que peu de conséquences sur les flux de capitaux.

Ce n'est que dans le cas où un déséquilibre tendanciel existe sur un ou plusieurs marchés nationaux que des stimulants à l'entrée ou à la sortie de capitaux se manifestent, sous la forme de variations de taux d'intérêt et de changements dans le niveau de la demande de capitaux.

En pratique, il est malaisé de distinguer ces deux cas; les statistiques n'enregistrent que les développements intervenus et ne peuvent donc pas donner d'indications directes sur l'existence d'un déséquilibre tendanciel. Néanmoins, si l'on se réfère aux tableaux n° 1 et n° 2, qui analysent la formation brute de capital et son financement, certaines caractéristiques peuvent être mises en évidence. On peut admettre l'hypothèse que les taux d'investissement nécessaires pour atteindre les objectifs de croissance souhaités ne devraient pas, en principe, présenter de différences notables entre les pays de la Communauté, mis à part cependant les cas de l'Italie et, dans une moindre mesure, celui des Pays-Bas, où un taux d'investissement plus élevé peut être nécessaire pour compenser certains retards relatifs en termes de revenu réel par habitant. Sur la base de cette hypothèse, on pourrait supposer que les pays qui montrent un taux de formation de l'épargne anormalement bas sont ceux où des tensions sont le plus susceptibles de se manifester sur le marché des capitaux.

Ceci apparaîtrait particulièrement probable dans le cas des deux pays précités où l'on présume la nécessité d'un taux d'investissement supérieur à la moyenne (il conviendrait aussi de remarquer qu'un taux de formation de l'épargne inférieur à la moyenne ne devrait pas être considéré comme une cause probable de déséquilibre dans des économies « mûres », pour des raisons inverses de celles que l'on vient de citer).

L'observation des données des tableaux n° 1 et n° 2 fait ressortir :

— des taux de formation de l'épargne conformes dans l'ensemble à l'hypothèse exposée puisque sensiblement supérieurs en Italie et aux Pays-Bas à ceux de la Belgique et de la France et surtout à ceux du Royaume-Uni et des Etats-Unis, pays à économie « mûre » : un phénomène saillant apparaît, celui du taux extrêmement élevé de formation de l'épargne en Allemagne, résultant aussi d'une formation élevée

d'épargne de la part du secteur public, qui s'est toutefois réduite de façon notable en 1965;

— un montant annuel de l'épargne communautaire, calculé sur la moyenne des années 1962 à 1965, qui s'est élevé à environ 64 milliards de dollars contre 115 milliards de dollars aux Etats-Unis, et 16 milliards au Royaume-Uni; l'importance même de ces chiffres montre l'intérêt que revêtira, pour le développement d'un marché européen des capitaux, le maintien de relations satisfaisantes avec les places financières internationales extérieures à la Communauté;

— une répartition de l'épargne entre les divers Etats de la Communauté caractérisée par la place prépondérante de l'Allemagne avec 41% du total communautaire, la France totalisant 27%, l'Italie 19% et le Benelux 13%.

B. L'ÉQUILIBRE ÉPARGNE-INVESTISSEMENT

3. Cet équilibre se réalise à deux niveaux :

— globalement, l'ajustement de l'épargne intérieure brute et de la formation brute de capital s'effectue par l'intermédiaire du solde extérieur en compte courant (« capacité ou besoin de financement de l'ensemble de l'économie », dans les tableaux n° 1 et n° 2);

— au niveau des divers secteurs économiques, les « capacités de financement » des uns compensent les « besoins de financement » des autres.

A) L'ÉQUILIBRE GLOBAL

4. La « capacité ou le besoin de financement de l'ensemble de l'économie » représente la contribution dégagée ou reçue par un pays donné, par rapport à l'extérieur. Ce concept diffère de ce que l'on appelle souvent la « balance de base » dans l'analyse de la balance des paiements. En effet, on ne tient compte ici ni des transferts unilatéraux de capital avec l'extérieur, ni des mouvements de capitaux proprement dits. Ce solde ne fournit donc pas d'indications directes sur l'incidence que les rapports avec l'extérieur peuvent avoir eu sur le marché des capitaux d'un pays donné : il fournit seulement une indication sur les possibilités ou les besoins de financement globaux de l'économie, compte tenu du niveau d'épargne et du niveau de formation intérieure brute de capital atteints. Un examen du compte capital de la balance des paiements, qui révèle plus directement les interrelations entre marchés sera effectué dans le chapitre suivant.

Si l'on considère le tableau n° 2, où le solde précité est rapporté, d'une part, au produit national brut, d'autre part, à la formation brute de capital pour la moyenne des années 1962 à 1964, il semble apparaître que, le cas de la France et celui des Etats-Unis mis à part, l'importance relative de ce solde a été faible. Cette impression sera partiellement corrigée si on se reporte aux données annuelles, puisqu'il apparaît que la moyenne triennale présentée pour l'Italie et les Pays-Bas est le résultat de la compensation de montants annuels de signes contraires relativement importants.

On pourrait être tenté de conclure dans l'ensemble que l'équilibre épargne-investissement s'est réalisé presque intégralement au niveau national : ceci n'exclut pas toutefois qu'un certain degré d'interpénétration des marchés existe déjà, comme le révèlent les échanges bruts de capitaux étudiés au chapitre 3. D'ailleurs cette situation est appelée à se modifier dans le cadre d'une évolution qui tendrait à faciliter par une plus grande mobilité des capitaux la réalisation de l'objectif d'une croissance harmonisée à travers toute la Communauté.

B) LES ÉQUILIBRES INTERSECTORIELS

5. Les équilibres de financement intersectoriels reflètent l'ajustement des capacités et des besoins nets de financement des divers secteurs économiques. Ils se réalisent de manière différente dans les pays membres. Or, les conditions dans lesquelles ils sont atteints présentent un intérêt particulier pour l'intégration des marchés des capitaux. Les diverses catégories d'épargne n'ont pas en effet une fluidité identique. L'épargne du secteur public est sans doute plus fixée dans le pays d'origine que l'épargne des ménages et moins sensible aux stimulations provenant des mécanismes du marché : cela peut être vrai à un degré moindre pour l'épargne des entreprises. Aussi peut-on prévoir que les pays bénéficiant d'une forte épargne émanant du secteur public et des entreprises se révèlent moins aptes à jouer le rôle qui pourrait leur revenir du fait d'une abondance relative d'épargne globale. La remarque inverse s'applique évidemment aux pays où ce sont les ménages qui fournissent l'essentiel de l'épargne globale, même si celle-ci est relativement faible.

Par ailleurs, les conditions dans lesquelles se réalisent les équilibres intersectoriels ont une influence sur le niveau du taux de l'épargne globale. Il ne fait pas de doute par exemple que, dans une période de reconstruction caractérisée par la faiblesse des ressources disponibles, la constitution d'une forte épargne émanant du secteur public et des entreprises conditionne l'obtention d'un taux d'épargne globale élevé.

(1) *Vue d'ensemble*

6. L'analyse de l'ajustement entre les secteurs est fondée, en principe, sur l'examen des capacités ou des besoins de financement de trois secteurs distincts : les administrations publiques, les entreprises et les ménages. Etant donné que les délimitations entre les secteurs des entreprises et des ménages sont différentes d'un pays membre à l'autre, seul l'ensemble de ces deux secteurs peut être comparé dans les tableaux n° 1 et n° 2. On tentera toutefois, dans les commentaires qui seront faits ci-après, d'isoler ces deux catégories. En ce qui concerne le secteur des administrations publiques, il convient de remarquer que les tableaux n° 1 et n° 2 retracent la capacité ou le besoin de financement du secteur public avant transferts en capital aux autres secteurs; ce concept est apparu le plus significatif du point de vue économique, puisqu'il fait ressortir les ressources que les administrations seraient en mesure de fournir aux autres secteurs pour le financement des investissements, alors que le solde après transferts en capital aux autres secteurs fait disparaître une partie de cette formation globale d'épargne que les administrations pourraient, si elles le voulaient, consacrer à des investissements. Le tableau n° 3 indique, à titre comparatif, le solde avant et après transferts en capital.

Ces remarques préalables faites, il convient d'examiner les conditions générales de l'ajustement entre le secteur « administrations publiques » et le secteur « entreprises et ménages ». Dans le passé, des situations presque diamétralement opposées ont différencié les pays membres. L'Allemagne s'est caractérisée par une très importante capacité de financement des administrations; en revanche, les besoins du secteur public sont apparus en Belgique relativement considérables. Dans d'autres pays, les tendances ont été moins nettement caractérisées. On peut relever cependant l'accroissement progressif d'année en année de la capacité de financement du secteur public en France, l'équilibre à peu près constant des Pays-Bas, les fluctuations assez importantes qui se sont manifestées aux Etats-Unis et au Royaume-Uni. L'analyse détaillée par secteurs appelle les commentaires suivants.

(2) *Le secteur des administrations publiques*

7. Le tableau n° 3 fait ressortir l'importance des transferts en capital en France, en Italie et en Allemagne. Dans ces trois pays, le rapport de l'épargne des administrations à leurs investissements est très différent, selon qu'il est établi avant ou après transferts. Cette situation traduit le rôle essentiel que jouent les diverses formes de concours de l'Etat, c'est-à-dire l'aide en capital accordée aux entreprises — et notamment les dotations aux entreprises publiques —, le soutien apporté aux régions défavorisées, les systèmes de péréquation des charges ou les divers avantages consentis aux ménages.

En conséquence, si dans tous les pays membres sauf en Belgique et aux Pays-Bas depuis 1963 l'épargne brute des administrations publiques couvre largement la formation de capital des administrations, la réalisation des transferts fait apparaître en Italie, aux Pays-Bas (et en France au cours des années 1962 et 1963) un besoin net de financement qui doit être couvert par un recours au marché des capitaux : l'examen des données partielles plus récentes révèle d'ailleurs une détérioration de la capacité de financement des administrations publiques dans plusieurs des Etats membres.

L'existence de ces différences pourrait être la source de difficultés sérieuses dans la perspective d'un marché européen des capitaux. Les pays membres où l'épargne des administrations publiques est la moins développée apparaissent également comme ceux où l'épargne globale est la plus faible. Aussi pourraient-ils être tentés d'éviter, par l'endettement sur le marché des partenaires, de recourir aux mesures budgétaires et fiscales qu'impliquerait la restauration d'un niveau d'épargne des administrations publiques correspondant au volume de leurs investissements. Ce risque est d'autant plus grand que, dans les pays membres, on relève une tendance à l'accroissement rapide du volume des investissements publics : aux préoccupations sociales (amélioration des équipements collectifs) s'ajoute de plus en plus le souci de favoriser, par une action sur l'infrastructure, l'instruction publique et la recherche, une accélération du développement économique. Aussi le groupe d'experts a-t-il estimé nécessaire de préciser dans le chapitre 6 les orientations qui, dans le domaine des finances publiques, lui paraissent souhaitables dans la perspective de l'intégration des marchés des capitaux.

(3) *Le secteur des entreprises*

8. Le niveau et l'évolution du besoin net de financement des entreprises — c'est-à-dire de leur recours aux capacités de financement des autres secteurs — ne peuvent être appréciés qu'avec une large marge d'approximation. Les problèmes de définition — les données disponibles se référant tantôt à l'ensemble des entreprises, tantôt excluant les entreprises agricoles, ou les entreprises publiques ou les entreprises individuelles ou certaines de celles-ci — ainsi que l'ampleur variable des échantillons considérés, ne permettent de considérer les chiffres présentés au tableau n° 4 que comme des ordres de grandeur utilisables surtout pour apprécier l'évolution d'une même série au cours des dernières années. Une constatation de caractère général semble toutefois pouvoir être dégagée, celle de la diminution progressive du taux d'autofinancement des entreprises dans tous les pays membres. Les différences entre la situation des entreprises dans la CEE et aux Etats-Unis apparaissent également notables. Aux Etats-Unis, les amortissements et les profits non distribués des sociétés privées couvrent la quasi-totalité des investissements fixes et de la formation des stocks. Les besoins en fonds propres des entreprises étant largement couverts par l'autofinancement, les augmentations de capital en numéraire y sont peu importantes (en 1964, 0,3% de la capitalisation boursière contre 5% en France). De ce fait, les entreprises sollicitent très peu le marché des capitaux et s'y alimentent aisément en cas de besoin. Dans les Etats de la Communauté en revanche, les entreprises présentent de manière permanente un déficit net de financement. Sans doute, la situation n'est-elle pas préoccupante au même degré dans tous les pays membres. Les entreprises connaissent des taux d'autofinancement relativement élevés en Allemagne et en Belgique, moyens en France et aux Pays-Bas, mais présentent un taux d'autofinancement anormalement bas en Italie (voir tableau n° 4). En termes de comptabilité nationale, il est bien évident qu'aux déficits de financement des entreprises correspondent des excédents dans les autres secteurs, mais c'est précisément dans les difficultés rencontrées pour obtenir un ajustement souple entre ces déficits et ces excédents que résident tous les problèmes des marchés des capitaux.

Par ailleurs, la notion même d'autofinancement recouvre des réalités assez différentes selon les pays. Il convient à cet égard de souligner l'importance des fonds de pension constitués au sein des sociétés allemandes et italiennes comme source de financement interne pour ces entreprises. Leur apport est inclus dans les statistiques relatives à l'autofinancement et les chiffres partiels disponibles montrent qu'il est loin d'être négligeable: en Allemagne, les provisions pour pensions représentent 8,5% du total des bilans des deux mille entreprises constituant l'échantillon de l'Office fédéral de statistique. En Italie, pour le groupe de deux cent trente-trois sociétés de l'industrie manufacturière analysées par la Banque d'Italie, ces mêmes provisions avaient fourni plus de 17% de leur autofinancement brut au cours de la période 1960-1964.

Il faut enfin mentionner l'influence déterminante qu'exercent dans certains pays les entreprises publiques sur les besoins de financement de ce secteur. Tel est le cas tout particulièrement en Italie et en France: non seulement la place des entreprises publiques dans l'économie est très importante dans ces pays, mais il ressort que le taux d'autofinancement des entreprises publiques est nettement inférieur à celui des entreprises privées; il est passé en France de 30% en 1962 à 25,1% en 1964. Les subventions d'équipement ou d'exploitation qui leur sont attribuées ne suffisent pas à compenser ce retard; aussi pour leurs besoins de financement externe, les entreprises pu-

bliques exercent-elles une ponction considérable sur le marché des capitaux. Le prélevement qu'elles opèrent apparaît très élevé compte tenu du rôle qu'elles remplissent dans la formation de capital : en France, dans la période 1962-1964, le besoin de financement des entreprises publiques représentait 40% des besoins de l'ensemble du secteur des entreprises, alors que leur part dans la réalisation des investissements atteignait entre 25 et 30%. D'autre part, suivant le V^e Plan, alors que les investissements des grands services publics n'atteignaient pas 50% de ceux du « secteur concurrentiel », leurs besoins de financement externe (subventions incluses) dépassaient les besoins de financement de ce secteur.

La détérioration de la structure financière des unités de production, l'inégalité de la contribution des entreprises à la constitution de l'épargne, les problèmes posés par le financement des entreprises publiques sont des facteurs de déséquilibre pour le développement d'un marché européen des capitaux. Les remèdes qui peuvent y être apportés seront envisagés dans la deuxième partie du rapport.

(4) *Le secteur des ménages*

9. Il est très malaisé d'évaluer de façon précise le niveau et l'évolution de la capacité nette de financement des ménages. A la difficulté — déjà signalée — de distinguer le secteur des ménages de celui des entreprises, notamment en raison de la diversité du traitement des entrepreneurs individuels, s'ajoute l'incertitude ou l'inexistence des données relatives à l'épargne des ménages investie directement dans la construction de logements qui représente en fait la forme principale d'emploi non financier de cette épargne ⁽¹⁾.

Ainsi, en ce qui concerne ce secteur, on en est réduit à des conclusions indirectes tirées de l'observation des besoins de financement plus ou moins exactement connus des autres secteurs. L'observation des formes de placement financier des ménages apportera dans la section III de ce chapitre d'autres éléments d'appréciation.

II. La demande de capitaux

10. La structure de la demande de capitaux est le résultat à la fois des besoins des agents économiques, des possibilités des différents compartiments du marché de satisfaire à cette demande et du jeu des différents mécanismes de régulation et de contrôle mis en place par les autorités. La présente section concerne principalement la « de-

⁽¹⁾ En effet, il n'est pas possible de déduire purement et simplement de l'épargne brute des ménages les données présentées au tableau n° 1 sur l'importance de la construction de logements pour obtenir la capacité de financement de ce secteur par rapport aux autres. Ceci principalement parce que, dans les données sur la construction de logements sont inclus, outre des logements acquis grâce à une accumulation directe de l'épargne des ménages, les logements financés par les administrations publiques ainsi que les logements acquis par les ménages grâce à des financements extérieurs.

mande finale » de moyens de financement, c'est-à-dire celle des agents qui procèdent eux-mêmes aux investissements : le rôle des organismes intermédiaires qui s'approvisionnent sur le marché pour prêter à leur tour fait l'objet de la section IV de ce chapitre. On examinera donc en premier lieu le volume global et la structure de la demande suivant les différents compartiments du marché des capitaux et l'on s'efforcera ensuite de dégager quelques indications concernant le recours au marché des divers secteurs de l'économie.

A. DIMENSIONS GLOBALES DES MARCHÉS DES CAPITAUX ET IMPORTANCE RELATIVE DES DIVERS COMPARTIMENTS

A) DIMENSIONS DES MARCHÉS

11. La notion de « marché des capitaux » qui est utilisée dans les tableaux n° 5 et n° 6 commentés ci-après diffère de celle qui est retenue en principe dans l'ensemble de cette étude, c'est-à-dire une notion limitée aux mécanismes de financement à moyen et à long terme: en effet, il a été nécessaire d'adopter ici, en raison de la nature des statistiques disponibles, une notion élargie qui inclut également les crédits à court terme accordés aux divers secteurs. Sous cette réserve, qui rend évidemment l'analyse moins satisfaisante que s'il avait été possible d'isoler les mécanismes de financement des investissements, on évaluera les dimensions globales des marchés des capitaux des Etats membres, premièrement en procédant à des comparaisons en valeurs absolues, deuxièmement par rapport à la formation intérieure brute de capital.

Le tableau n° 5 permet de constater que les capitaux fournis par le marché semblent avoir progressé assez régulièrement au cours des cinq années considérées (1960-1964) en Allemagne, en France et aux Pays-Bas. En Italie et en Belgique (pays pour lesquels les données sont d'ailleurs incomplètes) ont joué respectivement des facteurs cycliques et des facteurs liés à l'introduction d'un nouveau régime fiscal, et on ne peut donc pas relever une semblable expansion régulière.

L'addition des moyens obtenus sur les divers marchés nationaux ne fournit qu'une indication sur les potentialités de départ d'un futur marché européen intégré, comme on l'a exposé au chapitre premier. Les fonds fournis par les marchés des capitaux des pays de la CEE, pris dans leur ensemble, ont représenté approximativement une proportion de 50% des fonds fournis et moyenne pendant la même période par le marché américain.

Si l'on considère l'apport du marché au financement de la formation intérieure brute de capital, on peut constater que pour ces mêmes trois pays — l'Allemagne, la France et les Pays-Bas — il existe non seulement une remarquable constance à travers le temps, mais également une similitude des taux atteints dans chaque pays. La Belgique se caractérise par une contribution exceptionnellement élevée du marché des capitaux au financement des investissements. A cet égard, les taux moyens du Royaume-Uni et des Etats-Unis sont peu différents du taux moyen de la Communauté.

B) IMPORTANCE RELATIVE DES DIVERS COMPARTIMENTS

12. Le tableau n° 6, qui analyse les moyens fournis par les divers compartiments du marché des capitaux fait ressortir des différences importantes à l'intérieur de la CEE et également entre les pays membres et le Royaume-Uni ou les Etats-Unis.

— Les émissions de valeurs mobilières réalisées par les demandeurs finaux de capitaux (à l'exclusion donc des organismes intermédiaires) ont une importance relativement modeste dans tous les pays, sauf en Belgique où elles représentent près de 40% des moyens de financement fournis par le marché des capitaux, et dans une moindre mesure, aux Pays-Bas, où elles s'élèvent à 23%. Cette constatation peut surprendre, si l'on considère l'importance qu'ont dans la plupart des pays les emprunts des administrations publiques : elle s'explique toutefois par le fait que l'on prend ici comme hypothèse que ces emprunts sont pour une partie considérable effectués — sauf en Belgique précisément — par les administrations publiques en tant qu'« organismes intermédiaires ». En effet, les moyens fournis par le secteur public revêtent une importance considérable en France, en Allemagne et, en dehors de la Communauté, surtout au Royaume-Uni.

— Le système bancaire, pour sa part, assure environ de 20 à 40%, selon les pays, des moyens de financement consentis à l'économie.

— Les autres intermédiaires financiers : cette rubrique retrace l'apport des caisses d'épargne, des institutions spécialisées dans le financement du crédit à l'industrie et au logement, des compagnies d'assurances et des fonds de pension. Ces divers organismes fournissent aux alentours de 50% des moyens de financement de l'économie, aux Pays-Bas et aux Etats-Unis.

C) ANALYSE DU MARCHÉ DES VALEURS MOBILIÈRES ET DES CRÉDITS À MOYEN ET À LONG TERME

13. Il convient maintenant de compléter cette analyse très globale par un examen plus détaillé des divers compartiments du marché des capitaux et notamment du marché des valeurs mobilières, d'une part, et du crédit à moyen et à long terme, d'autre part.

Le tableau n° 7 donne une image, pour la moyenne des années 1960 à 1965, de l'activité d'émission sur les marchés des valeurs mobilières ⁽¹⁾. Une première observation sur ce tableau concerne la comparaison des chiffres absolus pour l'ensemble des émissions de valeurs mobilières dans les pays de la CEE et aux Etats-Unis. Le montant des émissions aux Etats-Unis apparaît environ trois fois et demi supérieur à celui des émissions dans la Communauté. Mais ceci s'explique principalement par l'importance très grande que revêtent aux Etats-Unis les titres hypothécaires, inclus dans le tableau n° 7 parmi les émissions de valeurs mobilières, bien qu'ils ne fassent pas, en fait, l'objet de négociations actives sur le marché (par contre, des titres quelque peu

(1) Ces données diffèrent de celles qui sont présentées au tableau n° 6 sur les « moyens fournis par le marché des valeurs mobilières », puisque ces dernières n'incluaient que les émissions des demandeurs finaux alors que l'on considère au tableau n° 7 l'ensemble des émissions, y compris celles des « demandeurs intermédiaires ».

semblables sous ce même aspect, comme les « *Schuldscheine* » en Allemagne, et les titres représentatifs des « *onderhandse leningen* » aux Pays-Bas, ne sont pas compris dans le tableau parmi les « valeurs mobilières » émises sur les marchés des Etats membres).

La répartition entre émissions d'actions et celles de valeurs à revenu fixe diffère de façon importante de pays à pays. En ce qui concerne la CEE dans son ensemble, les émissions d'actions revêtent une importance sensiblement plus grande qu'aux Etats-Unis et moins grande qu'au Royaume-Uni. Cela pourrait être attribué, d'une part, aux possibilités plus importantes d'autofinancement des entreprises américaines, puisque même le volume absolu des émissions d'actions dans ce pays apparaît modeste en comparaison avec les émissions dans la CEE; d'autre part, en ce qui concerne le Royaume-Uni, il convient d'attirer l'attention surtout sur l'efficacité des mécanismes de placement, même d'actions de sociétés relativement modestes, qui facilitent l'activité d'émission sur ce marché.

A l'intérieur des pays de la CEE, les entreprises françaises et italiennes ont recouru particulièrement à l'émission d'actions, afin de rétablir des structures financières qui avaient été déséquilibrées dans le passé par un recours excessif à l'endettement.

On a déjà relevé l'importance relativement réduite des émissions de valeurs mobilières comme moyen de couverture des besoins de financement des agents économiques, particulièrement si l'on considère non pas l'ensemble des émissions, mais seulement celles qui constituent une demande finale de la part de ces agents⁽¹⁾. Quelles que soient donc les possibilités de perfectionner dans les divers pays membres le fonctionnement des marchés de valeurs mobilières, la bénéfice qu'en retireront directement les agents économiques sera relativement modeste par rapport à celui qu'ils obtiendraient par le développement et l'amélioration du fonctionnement des organismes intermédiaires, qui fournissent aux entreprises l'essentiel de leurs moyens de financement externes.

B. LA DEMANDE DE MOYENS DE FINANCEMENT PAR LES DIVERS SECTEURS DE L'ÉCONOMIE

14. La demande de capitaux peut émaner du secteur public, des entreprises, des ménages ou de l'étranger. On n'abordera pas, ici, l'étude des secteurs « étranger » et « ménages ». Les relations financières de chacun des marchés avec l'étranger font l'objet du chapitre suivant. Quant aux ménages, on sait que leur recours au marché des capitaux se réalise à l'occasion de l'achat à crédit de biens de consommation durables ou de l'acquisition de logements. L'absence d'une compatibilité financière détaillée rend l'analyse de ces transactions extrêmement difficile.

On analysera donc, d'une part, la demande de capitaux du secteur public, d'autre part, celle des entreprises.

⁽¹⁾ Les émissions servant à collecter des fonds pour l'octroi de crédits par les intermédiaires financiers sont analysées au tableau n° 8.

A) LE SECTEUR PUBLIC

15. La demande de capitaux du secteur public semble prendre dans les divers pays membres une importance croissante. Le souci des pouvoirs publics de remédier à l'insuffisance des équipements sociaux et d'améliorer les infrastructures collectives indispensables à la croissance économique conduit à une progression accélérée des investissements publics, alors que l'épargne des administrations ne peut augmenter en général qu'à un rythme plus lent. En outre, même lorsque le financement de ces investissements directs est assuré par l'épargne interne du secteur, les administrations jouent souvent sur le marché un rôle d'intermédiaire en empruntant des capitaux pour financer des interventions de caractère économique sous forme de prêts aux entreprises. On peut par ailleurs inclure dans la demande du secteur public le recours au marché des capitaux de la part des entreprises directement rattachées aux pouvoirs publics ou contrôlées par eux.

Le tableau n° 9 concerne les émissions d'obligations du secteur public destinées à couvrir aussi bien les besoins du gouvernement central et des collectivités locales que les besoins des entreprises publiques. La répartition des émissions entre le gouvernement central et les entreprises publiques est malaisée à établir, car si certaines entreprises — notamment dans le domaine des transports et des télécommunications — jouissent dans certains pays d'une autonomie financière, d'autres, au contraire, sont rattachées à la gestion budgétaire du gouvernement central.

Il n'a pas été possible par ailleurs de tenir compte dans le tableau du fait que certains organismes, dont la vocation première est de financer le secteur public, redistribuent une partie des moyens qu'ils collectent aux secteurs des entreprises ou des ménages. Toutefois, les organismes intermédiaires du secteur public ne figurent pas dans ce tableau, en raison de la destination des fonds qu'ils empruntent : si l'on voulait par contre rendre compte de l'influence que les pouvoirs publics exercent sur le marché, l'activité de ces organismes devrait aussi être considérée.

Compte tenu de ces remarques, il est intéressant d'observer tout d'abord l'importance des émissions du secteur public en pourcentage du total des émissions; il en résulte dans certains pays membres un problème d'équilibre sur le marché entre les possibilités ouvertes respectivement au secteur public et au secteur des entreprises, dont les besoins de financement externe sont eux aussi en croissance rapide. Ces problèmes généraux seront examinés au chapitre 6.

Les besoins de financement des collectivités locales sont, aux Pays-Bas et en Allemagne, couverts pour une large part par le recours aux crédits d'intermédiaires financiers spécialisés qui se refinancent par émission d'obligations, alors que les émissions directes de la part de ces collectivités ont une place secondaire. Mais il existe une autre source fort importante, surtout en France et en Italie, qui n'apparaît pas dans ces tableaux, et qui consiste en financements accordés par des intermédiaires dont les moyens d'action proviennent de la collecte de dépôts et non de l'émission d'obligations (Caisse des dépôts et consignations et Cassa depositi e prestiti). La demande de moyens de financement des collectivités locales, qui, dans certains pays, pèse de façon importante sur le marché des capitaux, entre, elle aussi, en concurrence plus ou moins directe avec les besoins de financement du secteur des entreprises.

Un raisonnement analogue peut être développé en ce qui concerne le recours au marché des entreprises publiques : en effet, les facteurs qui seront examinés au chapitre 6 (réduction des possibilités d'autofinancement en fonction d'une politique de tarifs destinée à sauvegarder l'équilibre des prix; possibilité limitée d'émettre des valeurs à revenu variable) peuvent aboutir à augmenter le poids de ces entreprises sur le marché des capitaux bien au-delà de la proportion qu'elles représentent par rapport à l'économie dans son ensemble. De plus, les entreprises publiques bénéficient souvent de dotations directes en capital par le Trésor et de prêts à long terme (parfois assortis d'avantages particuliers) qui leur sont consentis par les pouvoirs publics ou par des institutions spécialisées de crédit. Elles bénéficient alors d'avantages particulièrement importants par comparaison avec les entreprises privées.

B) LE SECTEUR DES ENTREPRISES

16. Les besoins nets de financement externe des entreprises et, par voie de conséquence, leur recours au marché des capitaux se sont fortement accrus dans la période récente. Plusieurs facteurs expliquent cette évolution. A un volume élevé d'investissements exigé par la rapidité du progrès technologique et l'adaptation aux nouvelles dimensions du marché, correspondent des capacités de financement interne réduites par l'amenuisement des marges bénéficiaires. Cet amenuisement découle, d'une part, de pressions sur le niveau des prix liées à une concurrence extérieure accrue (ou, dans certains pays membres, à des mesures de blocage édictées dans le cadre de programmes de stabilisation), et, d'autre part, d'une progression des coûts de production résultant de la hausse des salaires que favorise la situation de plein emploi atteinte ces dernières années. Cette évolution tend dans l'immédiat à intensifier les appels des entreprises au financement externe et, à terme, à entraîner une détérioration de leur structure financière.

Le tableau n° 10 fournit des estimations de la structure du financement externe des entreprises au cours des dernières années. Il a toutefois été impossible de distinguer les entreprises du secteur public et les entreprises du secteur privé ⁽¹⁾.

Sous cette réserve, on peut établir une répartition des pays membres en deux groupes : dans le premier, constitué par la France, l'Italie et la Belgique, l'émission de valeurs mobilières procure aux entreprises plus du quart de leur financement externe. Dans le second groupe, où figurent l'Allemagne et les Pays-Bas, ce moyen de financement est sensiblement moins important. L'opposition serait plus nette si, au lieu de considérer seulement les moyens fournis directement par le marché des valeurs mobilières aux entreprises, l'on tenait compte également des moyens que ce marché

(¹) En revanche, pour tous les pays, à l'exception des Pays-Bas, figurent deux séries de données, l'une incluant le secteur du logement dans les entreprises, l'autre excluant ce secteur. Les investissements dans le secteur du logement, qui représentent de 20 à 30% de la formation brute totale de capital fixe, sont financés généralement par des mécanismes qui diffèrent sensiblement de ceux qui sont utilisés pour financer les investissements productifs. L'inclusion du logement dans l'analyse du financement externe des entreprises risque de donner une appréciation erronée de l'importance des crédits à moyen et à long terme qui constituent le mode principal de financement du logement. En outre, les problèmes de ce secteur particulier seront examinés dans le chapitre 8; il n'est pas apparu opportun d'anticiper sur les considérations qui y seront développées.

fournit indirectement grâce aux organismes intermédiaires qui redistribuent le produit de leurs emprunts sous forme de prêts.

Cet état de fait montre, d'une part, la faiblesse relative de l'apport du marché des valeurs mobilières dans le financement externe des entreprises et, d'autre part, l'importance du rôle des institutions financières, qui, soit par la collecte de dépôts d'épargne, soit par l'émission d'emprunts obligataires, contribuent, dans certains pays, à assurer pour une large part le financement des entreprises. On est conduit à penser que, pour les entreprises, le développement d'un marché européen des capitaux aurait d'autant plus d'importance qu'il serait fondé non seulement sur l'amélioration du fonctionnement des marchés de valeurs mobilières, mais aussi sur l'amélioration du rôle des organismes intermédiaires dans les circuits de financement de l'économie.

On examinera rapidement la structure du financement des entreprises telle qu'elle apparaît aux tableaux n° 10 et n° 11.

(1) *Emissions d'actions et d'obligations*

17. L'émission d'actions nouvelles tient une place variable comme source externe de financement des entreprises et reflète des circonstances particulières à chacun des Etats membres. En Belgique, où l'apport des émissions d'actions est le plus élevé dans la Communauté par rapport au total des moyens de financement externe, on peut interpréter ce phénomène comme une expression de la difficulté d'avoir recours à d'autres formes de financement, en raison de la pression exercée par le secteur public sur le marché des obligations. Une interprétation assez voisine peut être donnée pour la France où le financement par émission d'actions témoigne d'une importance et d'une stabilité marquées. Par contre, en Allemagne et en Italie, où les entreprises arrivaient au début de la période considérée à se procurer presque le quart des ressources demandées au marché des capitaux par l'émission d'actions, l'on peut observer une dégradation rapide de la situation, liée très vraisemblablement à la conjoncture boursière défavorable. Aux Pays-Bas, l'importance des fluctuations d'une année à l'autre dans le financement par émission d'actions peut être attribuée au fait que les grandes sociétés internationales ayant leur siège aux Pays-Bas, sont absentes ou présentes sur le marché au cours d'une année déterminée.

Il apparaît — et l'analyse plus approfondie réalisée au chapitre 10 le confirmera — que l'approvisionnement en capitaux à risques dans les pays de la Communauté doit faire face à des difficultés qui, s'ajoutant à la réduction plusieurs fois rappelée des marges d'autofinancement, risquent de provoquer des déséquilibres importants dans la structure financière des entreprises des Etats membres.

Le tableau n° 11 révèle, pour une année relativement lointaine déjà, 1963, une infériorité marquée de la qualité de la structure financière des entreprises allemandes, françaises et italiennes, par rapport à celle des entreprises américaines et britanniques.

D'autres observations permettent d'estimer que cette infériorité s'est accentuée de 1960 à 1964: alors que les indices caractéristiques de la solidité financière des entreprises sont restés stables aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne, ces mêmes indices ont évolué défavorablement dans les trois pays considérés de la CEE. L'importance

des dettes par rapport aux immobilisations, d'une part, et aux fonds propres et au « cash-flow » d'autre part, traduit un mouvement d'endettement accéléré, dont la prolongation ne manquerait pas d'être inquiétante.

L'émission d'obligations par les entreprises non financières revêt également une importance très variable d'un pays membre à l'autre.

En Allemagne et aux Pays-Bas, les préférences des entreprises se sont orientées plutôt vers les prêts privés contre reconnaissance de dette (respectivement « *Schuldschein-darlehen* » et « *onderhandse leningen* ») que vers les émissions publiques d'obligations, dans le premier pays surtout pour des raisons fiscales valables dans le passé, dans le deuxième en raison du moindre coût et de la souplesse de cette forme de financement. Les larges disponibilités des banques, des organismes d'épargne et des investisseurs institutionnels ont permis à cette forme de financement de se développer de façon importante et de réduire par suite le recours à des émissions publiques.

En Italie, les institutions spécialisées de crédit pouvant émettre des obligations à des conditions privilégiées sont en mesure de prêter à moyen et à long terme aux entreprises à des conditions plus favorables que celles qu'elles obtiendraient directement sur le marché des valeurs à revenu fixe, compte tenu du régime fiscal plus rigoureux qui s'applique aux émissions d'obligations industrielles : celles-ci jouent donc un rôle secondaire.

En France et en Belgique, on peut penser que, d'une part, la régulation de l'accès au marché par les autorités financières, soucieuses de réserver une priorité aux émissions du secteur public ou paraétatique, d'autre part, la réticence du public, que des dispositions fiscales et des habitudes de placement peuvent inciter à acheter des titres du secteur public ou bénéficiant de la garantie de l'Etat, expliquent le développement relativement modeste des émissions d'obligations des entreprises privées. Dans le cas de la Belgique, il faut aussi mentionner le fait que les subventions d'intérêt octroyées aux entreprises ne peuvent s'appliquer qu'à des prêts d'établissements financiers et non pas à des émissions d'obligations.

Ces facteurs qui influent sur le recours des entreprises au marché des valeurs mobilières expliquent pourquoi, en définitive, l'endettement auprès d'intermédiaires financiers représente dans les divers pays membres une proportion qui atteint ou même dépasse les deux tiers des moyens de financement externe obtenus par les entreprises. Cette caractéristique commune ne doit toutefois pas cacher les différences importantes qui existent entre les sources et la nature des crédits ainsi obtenus par les entreprises dans les divers pays membres. Il est difficile de commenter, en ce qui concerne la nature des crédits reçus, les différences existant de pays à pays entre l'importance relative des crédits à court terme et des crédits à moyen et à long terme fournis par les établissements de crédit et par les investisseurs institutionnels. Cependant il est certain que la proportion exceptionnellement élevée des crédits à court terme constatée en Italie dans le total des moyens de financement externe des entreprises, est liée à l'interdiction imposée par la loi bancaire aux institutions ordinaires de crédit d'octroyer des avances dont le terme excède un an. Ces institutions disposant par ailleurs de moyens considérables, il n'est pas étonnant qu'elles consentent à leur clientèle des crédits en compte courant sans terme fixe, qui jouent en fait le même rôle que les crédits formellement accordés à moyen terme par d'autres institutions et contribuent ainsi au financement des investissements.

(2) *Crédits à moyen et à long terme*

18. Dans le domaine du crédit à moyen et à long terme, on constate qu'en France et en Italie, la plus grande partie des crédits d'équipement parvient aux emprunteurs grâce à l'intervention ou par l'intermédiaire d'organes étatiques ou d'institutions paraétatiques; les investisseurs institutionnels, et notamment les compagnies d'assurances, ne jouent à cet égard qu'un rôle secondaire. En Allemagne, au contraire, cette catégorie de crédits relève pour la plus grande partie des banques — le puissant appareil des caisses d'épargne faisant partie du système bancaire — avec un appui non négligeable de la part des compagnies d'assurances : comme on l'a vu, les crédits sont par ailleurs souvent octroyés sous la forme déjà citée de *Schuldscheindarlehen*, que l'on peut rapprocher d'un placement privé d'obligations. Les investisseurs institutionnels, les compagnies d'assurances et les caisses de retraite jouent un rôle prédominant aux Pays-Bas dans le financement des prêts directs à moyen et à long terme aux entreprises, bien que l'apport des banques soit loin d'être négligeable. En Belgique enfin, la situation paraît être en pleine évolution : bien qu'il demeure prédominant, le rôle des institutions paraétatiques a relativement décliné au cours des dernières années, à la suite de l'intervention des banques dans le domaine des crédits dépassant deux ans, qu'elles avaient jusque-là considéré avec une certaine réserve.

CONCLUSIONS

19. Deux remarques qui revêtent une certaine importance pour la suite de l'analyse peuvent être formulées au terme de cette étude de la demande de moyens de financement.

En premier lieu, la répartition de la demande de moyens de financement entre les divers secteurs et notamment entre les administrations publiques, les entreprises publiques, les entreprises du secteur privé et le secteur du logement, repose essentiellement sur des choix exercés par les pouvoirs publics plutôt que par les mécanismes de marché au sens classique du mot. On a pu, en effet, constater non seulement l'importance des investissements réalisés directement par les autorités publiques (ou sous leur tutelle par des entreprises publiques), mais aussi le rôle qu'exercent les intermédiaires financiers à caractère public. Il faudrait encore ajouter que les interventions des autorités dans l'agencement des émissions sur les marchés des valeurs mobilières laissent en définitive subsister une zone relativement modeste où la répartition des ressources se fait par le jeu de mécanismes qui ne sont pas soumis directement à l'intervention des autorités.

En deuxième lieu, il convient de rappeler ce qui a déjà été dit au commencement même de cette section, à savoir la manière dont sont satisfaits les besoins de financement est conditionnée en grande partie par la structure de l'offre de capitaux sur le marché. Une analyse de cette offre s'impose donc, qui permettra d'expliquer plus précisément les origines des structures grâce auxquelles les besoins de financement ont pu être satisfaits.

III. L'offre de capitaux

20. On étudiera, dans cette section non pas le niveau, mais la structure de l'offre de capitaux. Après avoir esquissé le rôle des principaux agents économiques dans la formation de l'épargne, on analysera la répartition de leurs placements financiers et on tentera de mettre en lumière les problèmes posés par l'élargissement du marché des capitaux au cadre européen.

A. LA FORMATION DE L'ÉPARGNE

21. La structure de l'offre de capitaux sur le marché est, à l'origine, déterminée par celle de la formation de l'épargne. Les considérations qui apparaissent pertinentes à cet égard sont les suivantes :

— L'épargne des administrations publiques est normalement destinée à s'investir hors marché, bien qu'elle puisse parfois contribuer à son alimentation; elle constitue d'autre part un élément de fixité de l'épargne dans le pays où elle se forme.

— L'épargne des sociétés, peut-être dans une moindre mesure, n'a pas vocation non plus à alimenter l'offre de capitaux sur le marché financier. Mais cela n'est vrai que si l'on considère le secteur des sociétés dans son ensemble : par contre, les placements d'entreprises ayant des disponibilités financières temporaires peuvent revêtir une importance considérable. La mobilité internationale de ces fonds peut d'ailleurs être particulièrement marquée.

— L'épargne des ménages reste toutefois l'élément primordial qu'il faut prendre en considération pour apprécier les potentialités du marché des capitaux d'un pays donné. Ceci est valable naturellement dans la mesure où les placements non financiers — investissements dans des entreprises individuelles et dans le logement, thésaurisation — n'absorbent pas une proportion trop élevée de l'épargne des ménages.

Sous cette réserve et en partant de la constatation que l'épargne des ménages a, par rapport à l'épargne globale dans les pays de la CEE, une importance plus grande qu'au Royaume-Uni et aux Etats-Unis (où elle ne représente que 20% environ de l'épargne globale), on peut considérer que la structure de cette épargne apparaît favorable du point de vue de l'alimentation normale des marchés des capitaux et de la mobilité des capitaux à travers les frontières.

Il faudrait toutefois pouvoir aller plus loin que ces indications de principe. Ainsi le fait que l'épargne des administrations publiques transite par les circuits du système bancaire ou bien par des circuits autonomes influe sur les conditions de fonctionnement du marché. La situation à cet égard diffère sensiblement d'un Etat membre à l'autre.

Quant aux entreprises, le niveau de leur endettement et les formes que revêtent leurs rapports avec les établissements financiers influent aussi sur la capacité qu'ont ces mêmes entreprises d'apporter une contribution au marché des capitaux.

Enfin et surtout, la répartition de l'épargne des ménages entre placements sur le marché et placements non financiers peut avoir plus d'importance que le volume de

cette épargne même. Ainsi en France, par exemple, la nécessité de consacrer au financement du logement une proportion beaucoup plus grande de l'épargne des ménages sous forme d'apports directs que dans les autres pays contribue sans doute à expliquer certaines déficiences constatées dans l'approvisionnement du marché des capitaux. Le désir d'accéder à la propriété d'un logement peut être un stimulant à la formation de l'épargne et donc accroître le volume de celle-ci sans nuire aux placements financiers. Au-delà d'une certaine limite toutefois, l'importance des apports nécessaires au financement de la construction peut devenir telle que les ménages soient amenés à renoncer à toute autre forme de placement et que le marché des capitaux puisse en être affecté. Il en va de même lorsqu'une tendance excessive à la thésaurisation se manifeste.

A cet égard, il est toutefois nécessaire de bien distinguer les causes et les effets, puisqu'on est souvent forcé aussi de reconnaître que le développement des placements en logements ou de la thésaurisation s'explique par l'incapacité des marchés financiers d'offrir des possibilités attrayantes de placements. Cette remarque doit être gardée à l'esprit dans l'analyse des causes de la répartition peu satisfaisante de l'épargne entre les diverses formes de placement, répartition que l'on examine ci-après.

B. LA RÉPARTITION DES PLACEMENTS FINANCIERS

22. La structure des placements des divers secteurs économiques non financiers révèle des différences marquées dans les circuits de financement des pays membres, comme en témoignent les données figurant au tableau n° 12 sur les placements des secteurs non financiers.

A) LES ENCAISSES LIQUIDES

23. L'importance des encaisses liquides (numéraire et dépôts à vue) par rapport à l'ensemble des placements financiers nets des secteurs non financiers fait apparaître des différences significatives entre la France, l'Italie et la Belgique (30 à 20%), les Pays-Bas et l'Allemagne (14 à 12%). Ces différences apparaissent par ailleurs encore plus nettes entre les pays de la Communauté et les Etats-Unis, où les encaisses liquides ne représentent que 6% de l'accroissement annuel des placements financiers.

Les causes de cette préférence ne peuvent pas être analysées de façon exhaustive mais simplement énumérées. Pour les ménages joue ici le développement encore faible de la monnaie « scripturale » étant donné l'importance qu'a encore pour ceux-ci le numéraire. Plus généralement, on explique la tendance à conserver des encaisses liquides comme le résultat d'une réticence à s'engager dans des placements à long terme qui ont été dans le passé la source de pertes considérables dues à l'érosion monétaire : un tel comportement, face à ce danger s'explique probablement par le désir de pouvoir faire face rapidement à des situations nouvelles et à des occasions spéculatives. Les facteurs fiscaux ont sans doute aussi joué un rôle, ainsi que les défauts de fonctionnement des marchés financiers. A cet égard, il faut noter que cette préférence pour la liquidité indique une certaine indifférence de la part des ménages aux considérations de rendement.

B) LES DÉPÔTS D'ÉPARGNE

24. Pour apprécier l'importance de l'épargne-dépôt, il convient d'opérer certains regroupements entre les lignes « dépôts d'épargne confiés au système bancaire », « fonds confiés aux organismes d'épargne » et « fonds confiés aux institutions spécialisées de crédit » du tableau n° 12. En ce qui concerne le système bancaire, les dépôts à terme sont souvent groupés avec les dépôts d'épargne : or, ces dépôts ont une origine souvent sensiblement différente, les dépôts à terme n'étant assez fréquemment qu'une forme d'emploi plus rémunératrice des liquidités des entreprises. Ils représentent toutefois des ressources relativement stables pour le secteur bancaire et peuvent donc être groupés à juste titre avec l'épargne-dépôt.

On peut constater que l'importance de cette épargne-dépôt dans l'ensemble des placements financiers nets des secteurs non financiers varie entre 25 et 37% suivant les Etats membres et qu'elle constitue donc la principale forme d'apport de fonds au marché des capitaux. Il convient de remarquer que l'épargne-dépôt est encore plus développée aux Etats-Unis où elle représente environ 52% du total.

Il faudrait également tenir compte, d'ailleurs, des « autres fonds confiés aux banques », relativement importants en Allemagne ainsi qu'en Belgique, qui correspondent aux fonds recueillis par le système bancaire respectivement sous forme de « crédits reçus » et d'émissions de bons de caisse : ces fonds sont assimilables économiquement à des dépôts à terme.

Si l'on a pu parler, à l'égard de cet ensemble de fonds, d'apports au marché des capitaux, c'est évidemment grâce à la « transformation » en placements à moyen et à long terme qu'opèrent certains organismes à l'aide de ces ressources : on reviendra sur ce phénomène dans la section suivante de ce chapitre.

C) FONDS CONFIEÉS AU SECTEUR PUBLIC

25. Les « fonds confiés au secteur public financier » sous des formes autres que l'achat d'obligations n'occupent une réelle importance qu'en France (18% environ de l'ensemble des placements) où l'on connaît le rôle du Trésor et des institutions financières publiques comme collecteurs d'épargne liquide. Il faut toutefois ne pas perdre de vue les différences de définition du « secteur public financier » d'un pays à l'autre qui ne permettent pas de comparer strictement les chiffres de cette ligne du tableau n° 12. On pourrait notamment rappeler, à cet égard, l'importance du poste « divers » pour l'Allemagne, qui représente essentiellement les fonds que le secteur public met à la disposition des constructeurs de logements par l'intermédiaire d'organismes financiers publics.

D) LES MARCHÉS DES VALEURS MOBILIÈRES

26. Les fonds confiés aux marchés de valeurs mobilières représentent dans la Communauté une proportion de l'ensemble des placements financiers allant environ de 15% (France) à 32% (Belgique) : il convient toutefois de rappeler que l'on considère

ici seulement les placements directs des secteurs non financiers et que les placements des intermédiaires sur les marchés de valeurs mobilières sont donc exclus.

Ceci explique aussi la liquidation nette de valeurs mobilières que l'on retrouve pour le Royaume-Uni et — en ce qui concerne les actions seulement — aux Etats-Unis, où les secteurs non financiers ont cédé au cours des années considérées des valeurs dont les intermédiaires financiers se sont portés acheteurs. Cette tendance à la diminution des achats directs — au profit des achats indirects — de valeurs mobilières par les épargnants dans les pays anglo-saxons contraste avec la part importante que détient encore ces achats directs dans la CEE, et notamment en Belgique et en Italie : les conséquences de cette structure apparaîtront aux chapitres 9 et 10.

E) L'ÉPARGNE CONTRACTUELLE

27. Le phénomène que l'on vient de mentionner se trouve reflété dans les différences très accusées concernant l'importance des moyens confiés aux fonds de pension et compagnies d'assurance. On constate, en effet, que cette épargne contractuelle représente à peine 3% du total en France, 9 à 10% en Allemagne et en Italie, 15% en Belgique et 39% aux Pays-Bas. Sauf dans ce dernier pays, cette forme d'épargne apparaît donc beaucoup moins développée dans la Communauté qu'aux Etats-Unis et au Royaume-Uni où elle représente respectivement 20% et 40% du total des placements financiers. Il convient d'examiner ce phénomène de plus près.

Le fait que les organismes d'épargne-prévoyance fonctionnent dans la plupart des pays selon le système de la répartition a pour conséquence que les réserves de la sécurité sociale-pension sont très faibles. Ces réserves représentent trois à cinq fois le montant des dépenses annuelles dans les pays du Benelux, une fois en Allemagne et ne l'atteignent même pas en France et en Italie. On sait que les réserves des compagnies d'assurance vie représentent au contraire plusieurs fois leurs dépenses annuelles. Certaines estimations indiquent qu'elles ne représentent que 5% environ du montant qu'elles atteindraient si le système de la capitalisation était utilisé. Le système de la répartition a eu pour résultat d'accroître le rôle de la sécurité sociale-pension comme instrument de redistribution des revenus, plus d'ailleurs aux Pays-Bas et en France que dans les autres pays membres. Cependant, au cours des dernières années l'encours des placements de la sécurité sociale-pension a augmenté en Belgique, en Allemagne et en Italie, et notamment les placements en obligations d'Etat, d'entreprises publiques ou d'organismes paraétatiques de crédit. Encore faut-il remarquer que la contribution au marché des capitaux est parfois plus apparente que réelle, dans la mesure où les réserves sont investies en titres publics, tandis que dans le même temps l'Etat donne à la sécurité sociale des subventions égales ou supérieures à cette contribution. Il s'agit alors d'un circuit comptable interne du secteur public qui a pour seul résultat de grossir le volume des titres d'emprunt public en circulation, mais non celui des moyens réels de financement existant sur le marché.

A moins que des changements n'interviennent dans les orientations actuelles, il semble qu'à l'avenir le système de la répartition risque d'être employé de façon encore plus accentuée. S'il en était ainsi, il y aurait peu de chances de voir augmenter les réserves de la sécurité sociale-pension et sa contribution au marché des capitaux. Au

contraire, il se pourrait alors que la sécurité sociale-pension fasse appel dans certains pays à des subventions accrues de l'Etat pour atteindre son équilibre.

Cette évolution assez générale dans les pays de la Communauté, résulte de choix politiques et sociaux qu'il n'appartient pas au groupe d'apprécier. Il conviendrait cependant que les pouvoirs publics soient conscients des conséquences de ces choix pour les marchés des capitaux.

Des raisons structurelles expliquent également la contribution modeste au marché des capitaux de diverses formes d'épargne-prévoyance liées au contrat de travail.

Il est apparu opportun de consacrer déjà à ce stade une attention toute particulière au problème de l'épargne contractuelle, s'agissant d'une des conditions essentielles pour le bon fonctionnement du marché des capitaux : la situation décrite révèle des différences marquées dans ce domaine entre les marchés des Etats membres — à l'exception des Pays-Bas — et les marchés britannique et américain. Le problème de la stimulation de l'épargne contractuelle et notamment de l'épargne liée au contrat de travail sera repris avec plus de détails au chapitre 5.

Une épargne-prévoyance s'est développée selon des formules diverses dans tous les pays membres, visant à assurer une retraite complémentaire ou une épargne aux salariés, grâce à des cotisations volontaires de leur part et à une contribution des employeurs.

A cet égard, dans l'intérêt du salarié et dans celui du marché des capitaux, il serait opportun que les réserves pour pension des salariés constituées dans l'entreprise puissent être utilisées en vue du financement de l'ensemble des entreprises à travers le marché, plutôt que d'être directement investies dans l'entreprise où elles ont été dégagées. Dans ce dernier cas, elles soulèvent en effet les mêmes problèmes que l'auto-financement. En outre, il paraît préférable, notamment pour faciliter la mobilité de la main-d'œuvre, de ne pas lier les avantages qui sont accordés au salarié à son maintien dans la même entreprise jusqu'à l'âge de la retraite.

Il est certain que ces diverses formes d'épargne-prévoyance présentent en tous cas l'avantage essentiel, en raison de leur caractère volontaire (mais avantageux pour le salarié puisqu'il bénéficie d'une contribution de l'employeur) d'accoutumer à l'épargne des groupes sociaux dont les revenus vont croissant, mais dont les propensions à l'épargne ont été relativement faibles jusqu'à présent.

Des raisons structurelles expliquent également en partie l'inégale importance des placements des compagnies d'assurance vie sur les divers marchés des capitaux des pays membres. On sait que les compagnies d'assurance vie apportent un soutien important au marché des capitaux aux Pays-Bas et en Allemagne, tandis que leur contribution est relativement faible en France et en Italie, et tient une place intermédiaire en Belgique. Une des raisons de cet état de fait est que certains types de contrats notamment les rentes viagères et « l'assurance mixte », nécessitant la constitution de réserves importantes de la part des compagnies, sont développés aux Pays-Bas et en Allemagne, tandis que d'autres, comme « l'assurance temporaire » ou l'assurance « vie entière », donnant lieu à la constitution de réserves moins élevées, sont les plus pratiqués en France.

C. PROBLÈMES SOULEVÉS PAR LA STRUCTURE DE L'OFFRE DANS LA PERSPECTIVE D'UN MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

28. Les caractéristiques essentielles de l'offre de capitaux sur les marchés des capitaux européens peuvent, semble-t-il, être résumées comme suit :

— Dans plusieurs pays la préférence des épargnants se porte vers les encaisses liquides ou les placements à court terme. Cette préférence doit être considérée comme une donnée de fait et ne saurait être radicalement modifiée par le seul établissement d'un marché européen des capitaux. Il convient donc d'intensifier les efforts déjà entrepris en faveur de la consolidation progressive de l'épargne des ménages.

— Dans tous les pays membres, l'épargne-dépôt continue donc à représenter un élément essentiel de l'alimentation du marché des capitaux. Il apparaît nécessaire, tout en développant les moyens de collecte des institutions financières actives dans ce domaine de favoriser en même temps la canalisation de cette épargne-dépôt vers des financements à moyen et à long terme et les emplois sur le marché des capitaux.

— Enfin, et surtout, les marchés des capitaux des pays membres souffrent encore très sérieusement de l'insuffisance qui se manifeste dans la formation de l'épargne contractuelle.

Cette situation ne semble pas, du côté de l'offre, s'être améliorée dans les années récentes, en raison notamment du fait que la redistribution des revenus qui est intervenue en faveur des salariés et qui a accru les possibilités d'épargne d'une catégorie relativement mal préparée à jouer un rôle positif sur le marché des capitaux.

Conscients des problèmes que les caractéristiques de l'offre de capitaux posent pour le bon fonctionnement des marchés dans la plupart des Etats membres, les autorités se sont efforcées d'encourager la consolidation de l'épargne et les formes d'épargne contractuelle. Ces encouragements qui ont pris une certaine importance en Allemagne et aux Pays-Bas et qui viennent d'être introduits en France, visent en premier lieu à assurer une stabilité de l'épargne nouvellement constituée pendant une durée déterminée et contribuent ainsi à accoutumer l'épargnant à ne pas compter sur une parfaite liquidité de son placement. Ces diverses mesures seront examinées au chapitre 5.

D'autre part, dans le premier « programme de politique économique à moyen terme », une « politique des patrimoines » est préconisée, politique dont la mise en œuvre à côté de la politique des revenus devrait améliorer l'aptitude de l'épargne des ménages à s'orienter vers des placements financiers. En attendant qu'une telle politique puisse être mise en œuvre et produise ses effets, il faut reconnaître que la possibilité pour l'épargne de répondre aux besoins en capitaux sous la forme voulue continuera à reposer principalement sur l'action des intermédiaires financiers.

IV. L'ajustement de l'offre et de la demande sur le marché des capitaux

29. On examinera les conditions dans lesquelles se réalise l'ajustement de l'offre et de la demande de capitaux en distinguant schématiquement le rôle des interventions de l'Etat, des mécanismes de redistribution de l'épargne à long terme, des mécanismes de « transformation » de l'épargne-dépôt.

A. ÉQUILIBRE DES MARCHÉS ET INTERVENTIONS DE L'ÉTAT

30. Dans chacun des pays membres de la Communauté, l'ajustement de l'offre et de la demande de capitaux est réalisé dans une mesure plus ou moins étendue à l'aide d'interventions de l'Etat qui complètent et corrigent la répartition des moyens de financement opérée par les mécanismes du marché. On vient de mentionner la stimulation de l'épargne et son orientation vers des canaux privilégiés comme l'un des moyens d'intervention sur l'offre de capitaux. On pourrait encore mentionner l'importance des moyens fournis par l'Etat soit directement, soit à travers des intermédiaires financiers spécialisés, moyens qui représentent dans certains pays une contribution substantielle à l'offre de capitaux.

Cependant, les interventions les plus importantes des pouvoirs publics pour l'ajustement de l'offre et de la demande de capitaux prennent essentiellement la forme d'une action directe sur la demande d'investissements et d'une action sur le coût du financement. Parmi les moyens utilisés pour agir sur la demande d'investissements, il faut mentionner les décisions de dépenses budgétaires, le contrôle des dépenses des autorités locales et du secteur nationalisé, les limitations du droit de construire. Les moyens utilisés pour agir sur le coût du financement consistent quant à eux, en des actions sur les taux d'intérêt (à l'aide de subventions notamment) et en des interventions fiscales.

Si l'on tient compte de l'ensemble des moyens cités jusqu'ici, on peut considérer que les interventions de l'Etat ont pris une importance plus grande en France et en Italie qu'en Allemagne et aux Pays-Bas, la Belgique se situant dans une position intermédiaire. Mais il est évidemment difficile d'apprécier de façon plus précise l'importance de ces interventions lorsqu'elles prennent des formes non quantifiables, telles que, par exemple, le contrôle de l'accès au marché par l'établissement d'un « calendrier » des émissions et les directives aux intermédiaires financiers.

A côté de ces interventions de l'Etat, deux séries de mécanismes revêtent une importance particulière sur les marchés européens: il s'agit des mécanismes de redistribution de l'épargne à long terme d'une part, et des mécanismes de « transformation » c'est-à-dire de l'utilisation de ressources à court terme pour des emplois de plus longue durée. Ces fonctions ont été assurées, d'une part, par des institutions privées et, d'autre part, par des intermédiaires financiers spécialisés, créés par l'Etat ou contrôlés par lui. C'est de l'adaptation de ces institutions à leurs fonctions que dépend l'essentiel des améliorations qu'il est possible d'espérer dans le financement des investissements productifs et des équipements collectifs.

B. LES MÉCANISMES DE REDISTRIBUTION DE L'ÉPARGNE À LONG TERME

Parmi les organismes qui exercent une fonction de redistribution de l'épargne à long terme, on examinera successivement ceux qui gèrent l'épargne contractuelle, et ceux qui redistribuent les capitaux recueillis sur le marché des valeurs mobilières.

A) LES COMPAGNIES D'ASSURANCES ET FONDS DE PENSION

31. Ces organismes recueillent une épargne contractuelle émanant des ménages, ou constituée pour leur compte, et disposent de ce fait de réserves techniques qu'ils ont pour mission de gérer. Pour cette gestion, ils sont amenés à opérer une redistribution de l'épargne qu'ils ont recueillie entre divers modes de placements financiers et non financiers. Cette action de redistribution pourrait d'ailleurs, dans une certaine mesure, s'analyser comme une action de « transformation » portant sur la nature de l'épargne; en effet, en leur confiant leur épargne, les souscripteurs de contrats d'assurance vie ou de retraites complémentaires entendent s'assurer un capital à une échéance déterminée, tandis que les organismes intermédiaires utilisent en fait les capitaux recueillis d'une manière qui n'est pas décidée par les épargnants.

Il est sans doute malaisé de comparer l'ampleur et la nature exactes de l'intervention des organismes d'épargne-prévoyance, d'un pays membre à l'autre. Certaines différences marquées apparaissent cependant dans la répartition des placements de ces organismes. Des données recueillies par le comité des transactions invisibles de l'OCDE montrent qu'en moyenne, pour des périodes se situant généralement entre 1960 et 1964, les placements sous forme de crédits, essentiellement à moyen et à long terme, représentent en Allemagne environ 66% et aux Pays-Bas 69% de l'accroissement des actifs financiers des compagnies d'assurances et fonds de pension autonomes, alors que ce pourcentage se situe entre 1 et 4% en France, en Belgique et aux Etats-Unis, et aux alentours de 13% au Royaume-Uni. En réalité, ces différences sont toutefois moins importantes qu'il n'apparaît, étant donné que les chiffres cités pour l'Allemagne et les Pays-Bas comprennent des prêts contre billets à ordre, et que ce type d'opérations ne diffère pas économiquement des placements privés d'obligations qui sont réalisés dans d'autres pays. En revanche, les placements en valeurs à revenu fixe représentent 63% de l'accroissement des actifs de ces organismes en France et 56% en Belgique, contre seulement 20% en Allemagne et 9% aux Pays-Bas, alors qu'ils représentent environ 43% de ce même accroissement au Royaume-Uni et 37% aux Etats-Unis. L'importance des achats d'obligations en France et en Belgique résulte essentiellement de la réglementation des placements de ces organismes qui a pour conséquence de canaliser la majorité de leurs ressources vers le secteur public.

Quant aux placements en actions, ils représentent par rapport à l'accroissement des actifs financiers de ces organismes au cours des années 1960 à 1963, entre 3 et 7% en Allemagne, aux Pays-Bas et en Belgique, environ 20% en France, alors qu'ils représentent environ 26% aux Etats-Unis et 37% au Royaume-Uni. Ainsi, il apparaît que les organismes d'épargne prévoyance des pays de la CEE emploient une partie relativement faible de leurs ressources en placements à risques, malgré l'augmentation intervenue au cours des dernières années, par rapport à la répartition qui est faite par ces organismes dans les pays anglo-saxons.

D'une façon générale, leur apport au financement des investissements des entreprises privées est donc beaucoup plus restreint dans les pays de la CEE, puisque, d'une part, la contribution sous forme d'achats d'action est faible et que, d'autre part, les achats d'obligations portent essentiellement sur des titres publics. En dehors de ces placements financiers ces organismes consacrent une part parfois importante de leurs ressources à l'achat de propriétés immobilières, notamment en Italie.

B) LES INSTITUTIONS SPÉCIALISÉES DE CRÉDIT

32. Les institutions spécialisées de crédit remplissent une double fonction : l'une technique, l'autre de politique économique.

La fonction de politique économique, qui consiste à favoriser le financement des investissements dans certains secteurs économiques, explique le fait que ces organismes aient le plus souvent un statut public ou para-public, et bénéficient parfois d'avantages divers (facilités d'émission, facilités de placement auprès des investisseurs institutionnels, garanties publiques, avantages fiscaux).

Les institutions spécialisées de crédit remplissent également une fonction purement technique qui consiste à collecter des fonds sur le marché des valeurs mobilières et à les redistribuer à certains utilisateurs de capitaux (entreprises ou collectivités publiques) qui ne peuvent s'adresser directement au marché ou y accéder dans de bonnes conditions.

Les avantages mentionnés, dont bénéficient ces institutions dans les pays de la Communauté, peuvent donc se justifier également par le fait que leurs interventions ont pour but de compenser le handicap dont souffrent les utilisateurs (par exemple, les petites et moyennes entreprises), lors de l'accès direct aux sources de financement. En fait, il semble que l'aspect technique des fonctions exercées par les institutions spécialisées de crédit prédomine en Allemagne et aux Pays-Bas, tandis que l'aspect de politique économique est plus apparent en Belgique, en Italie et en France où un rôle central est accordé à ces organismes dans la collecte de l'épargne à long terme ou dans la distribution des crédits à moyen et à long terme, ou simultanément dans les deux domaines.

L'ampleur de l'intervention de ces institutions est considérable, si l'on tient compte de ce que leurs prélèvements sur le marché des obligations représentent un pourcentage élevé de l'ensemble des émissions; de 1960 à 1964, il s'est élevé à 65% des émissions totales nettes en Italie, à plus de 50% en Allemagne, et s'est situé en France, aux Pays-Bas et en Belgique entre 37 et 45%. Ceci est d'autant plus significatif que l'emploi des ressources ainsi prélevées est étroitement spécialisé. En Allemagne, les institutions de crédit spécialisées dans le financement des collectivités locales et de la construction de logements ont une importance nettement plus grande que celle des institutions spécialisées dans le crédit industriel ou agricole. La place importante occupée par les titres des institutions spécialisées sur le marché influence évidemment les possibilités d'emprunts du secteur privé; le mode d'émission continu par lequel sont émis ces titres accroît encore cette influence.

C) LE TRÉSOR

33. Dans tous les pays de la CEE pratiquement, le Trésor exerce aussi la fonction d'organisme redistributeur de capitaux à long terme en procédant à des émissions d'obligations et en octroyant des crédits à moyen et à long terme au secteur des entreprises — publiques ou privées — que ces crédits soient attribués directement ou par l'intermédiaire d'institutions de crédit.

La fonction de politique économique est particulièrement nette dans cette activité du Trésor qui par cette voie — dans la mesure où l'Etat réserve à ses propres émissions des conditions particulières — peut octroyer des moyens de financement à des conditions plus favorables que celles du marché.

C. LES MÉCANISMES DE « TRANSFORMATION » DE LIQUIDITÉS ET DE L'ÉPARGNE-DÉPÔT

34. La fonction de transformation assurée par les intermédiaires financiers consiste à réaliser une adaptation, du point de vue de la durée d'immobilisation, de l'offre à la demande de capitaux. Elle peut être définie comme un placement dont le terme est plus long que le terme des dépôts reçus. Dans la perspective d'une intégration des marchés des capitaux, il convient d'examiner ce phénomène à trois points de vue:

- celui de son étendue,
- celui des organismes qui y participent et des secteurs qui en bénéficient,
- enfin, celui de ses conséquences pour l'ajustement de l'offre à la demande de capitaux.

A) ÉTENDUE DE LA TRANSFORMATION

35. Il est difficile d'évaluer de façon précise l'étendue de la transformation, et a fortiori de comparer son importance dans les systèmes financiers des divers pays membres. Ceci tient en premier lieu à l'absence dans trois pays membres, Belgique, Pays-Bas et Italie, de comptes annuels recensant l'ensemble des opérations financières et les classant selon leurs termes. Cela tient en second lieu, dans les autres pays membres, au fait que les définitions du court terme ne coïncident pas, et que les opérations du Trésor ne sont pas isolées en Allemagne. En troisième lieu, même si une telle définition uniforme pouvait être obtenue, le degré de stabilité de l'épargne-dépôt ne peut pas être apprécié en fonction de la classification juridique des termes pour lesquels sont placés les fonds. Enfin, des études systématiques du phénomène n'ont été effectuées que pour la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni et les Etats-Unis. On devra donc considérer avec une certaine prudence les observations comparatives qui seront présentées ci-dessous.

Sous ces réserves, il apparaît que le phénomène de la transformation occupe une importance variable dans les systèmes financiers. Pour les années 1960 à 1963 la transformation a satisfait les besoins en capitaux à long terme de l'économie dans une proportion de plus de 50% en France contre moins de 30% en Allemagne fédérale; ces proportions ont été de 50% pour les Etats-Unis et de moins de 20% au Royaume-Uni ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ *Source*: « Etude de la transformation des capitaux à court terme en emplois financiers à long terme dans les divers pays » préparée par un groupe de travail constitué auprès de la Caisse de dépôts et consignations, Paris 1966 (non publié).

Dans certains de ces pays, et en particulier en Italie, un certain nombre de prêts recensés dans les bilans sous la rubrique « prêts à court terme » ou « avances » sont en fait souvent renouvelés de façon systématique et aboutissent ainsi à une « transformation » effectuée par les utilisateurs de ces crédits. Il semble qu'au cours des dernières années, le volume de la transformation ait eu tendance à augmenter, tout au moins en France, en Allemagne et aux Etats-Unis, puisque la progression des placements à long terme des secteurs non financiers apparaît inférieure à l'augmentation des besoins en capitaux à long terme de l'économie.

B) L'ORIGINE ET LA DESTINATION DE LA TRANSFORMATION

36. La transformation peut théoriquement être effectuée par tout intermédiaire financier gérant des capitaux à vue ou à court terme qui peut prendre le risque d'immobiliser ces fonds pour une durée dépassant le terme de ses dépôts; cette transformation est rendue possible par trois raisons techniques :

— d'abord par le fait que les fonds déposés à vue possèdent une certaine stabilité qui est prévisible et par le fait que les dépôts à terme sont renouvelés de façon prévisible également,

— ensuite, par la compensation des dépôts nouveaux et des retraits qui permettent aux institutions de disposer d'un fonds de roulement à peu près permanent,

— enfin, par l'accroissement des dépôts qui est à l'origine d'une tendance à l'augmentation de ce fonds de roulement.

En pratique, trois types d'intermédiaires financiers procèdent effectivement à la transformation : il s'agit des organismes d'épargne, des banques et, dans certains pays membres, du Trésor.

Les organismes d'épargne occupent le rôle principal puisque leur part dans la transformation globale représente au moins 60% et va jusqu'à 100% dans certains pays membres. La nature de leurs ressources (pour la quasi-totalité des dépôts d'épargne), dont l'expérience a démontré la stabilité, limite l'importance du problème de la liquidité et la garantie publique dont ils bénéficient explique que les organismes d'épargne disposent de facilités particulières pour effectuer des opérations de transformation. Celle-ci d'ailleurs découle tout naturellement des réglementations des placements de ces organismes qui favorisent les placements en obligations, en créances hypothécaires et en crédits à long terme aux collectivités publiques.

La répartition entre les diverses formes de placement qui est faite par les organismes d'épargne à l'aide des ressources provenant de la transformation, est largement influencée par le caractère plus ou moins libéral des réglementations précitées. Dans la plupart des pays de la CEE, ces ressources sont canalisées principalement vers le financement du logement et des investissements du secteur public, ainsi que, parfois, vers ceux des entreprises publiques, soit sous forme de prêts à long terme, soit sous forme d'achats d'obligations. La participation des organismes d'épargne au financement des investissements productifs du secteur privé est donc assez limitée. La limitation de l'emploi des ressources dégagées par la transformation à certains types d'investissements

tissements pose évidemment un problème sérieux dans l'optique d'un marché européen des capitaux dont la réalisation rend souhaitable un rapprochement des conditions de fonctionnement des organismes d'épargne.

Les banques contribuent dans une moindre mesure à la transformation globale. Cela tient principalement aux contraintes des règles de liquidité plus strictes auxquelles elles sont soumises, notamment en Italie et, jusqu'à une date récente en France. Les moyens provenant de la transformation sont utilisés par les banques principalement pour le financement des entreprises privées et parfois, des entreprises publiques.

Abstraction faite des considérations de politique économique qui peuvent conduire dans certaines circonstances à imposer des règles particulières de liquidité aux banques, on peut penser que du seul point de vue technique, les possibilités de transformation de ces institutions pourraient être accrues dans certains pays membres où elles sont particulièrement limitées par les réglementations concernant l'emploi des ressources. Un assouplissement de ces réglementations contribuerait à augmenter le volume des ressources dégagées par la transformation pour le financement des investissements productifs.

Le Trésor joue un rôle actif dans la transformation seulement en France et, en dehors de la CEE, au Royaume-Uni et aux Etats-Unis. Encore ce rôle a-t-il fortement décliné en France au cours de la dernière décennie puisque la place du Trésor dans la transformation globale a baissé de 70 à 10%. En général, ces ressources ont bénéficié surtout à la construction de logements, aux entreprises publiques et parfois aux équipements collectifs locaux.

C) LES CONSÉQUENCES DE LA TRANSFORMATION SUR LES CONDITIONS GLOBALES D'ÉQUILIBRE DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE DE CAPITAUX

37. Elles dépendent largement des conditions dans lesquelles elle est mise en œuvre. Suivant que les ressources provenant de la transformation sont affectées à des placements en valeurs mobilières ou à des prêts à moyen et à long terme, la réalisation de l'équilibre entre l'offre et la demande de capitaux est facilitée dans l'un ou l'autre de ces compartiments du marché des capitaux.

Le placement en valeurs mobilières présente l'avantage d'une plus grande liquidité, mais peut aboutir à une dépendance excessive de la tenue du marché des valeurs mobilières à l'égard de l'évolution de la politique monétaire. Cette dépendance est d'autant plus grande que les organismes qui effectuent la transformation peuvent voir leur propre liquidité affectée par des décisions directes des autorités monétaires, et qu'ils effectuent la transformation de ressources (dépôts à vue et à terme) dont les variations reflètent elles aussi l'évolution de la politique monétaire. On peut en revanche remarquer que la transformation a permis dans plusieurs Etats membres de suppléer sur le marché des valeurs mobilières à la défaillance temporaire de l'offre de capitaux à long terme et qu'elle a assumé de ce fait, un rôle conjoncturel essentiel. C'est ainsi, par exemple, que l'on a assisté à des achats massifs d'obligations par les banques italiennes dans une période où le public s'abstenait de procéder à de tels achats.

Les placements en prêts à moyen et à long terme présentent l'inconvénient d'une plus grande immobilisation, inconvénient qui peut toutefois être atténué par l'organisation d'un marché ou par l'existence de facilités de mobilisation. En revanche, ces placements sont souvent plus rémunérateurs que les placements en titres.

Ainsi donc, il apparaît que la transformation, pour être menée dans des conditions de liquidité, de sécurité et de rentabilité suffisantes, doit combiner ces deux modes de placement. Une certaine répartition entre les secteurs bénéficiaires apparaît également opportune à cet égard. L'absence de compartimentages dans l'emploi des ressources provenant de la transformation faciliterait le développement de ce mécanisme dans le cadre d'un marché européen des capitaux. Toutefois, la transformation ne peut constituer une fin en soi; elle représente simplement un remède technique aux préférences excessives du public pour la liquidité. Il importe donc que les organismes « transformateurs » s'efforcent simultanément d'encourager le public à utiliser des formes de placement plus stables.

Conclusions

38. A l'issue de cette analyse des caractéristiques essentielles et des problèmes de structure des marchés des capitaux des Etats membres, il importe de réfléchir sur la nature exacte des défauts de fonctionnement que l'on s'accorde à reconnaître dans la plupart de ces marchés.

L'examen de la demande a fait ressortir la croissance rapide des besoins de financement externe des entreprises, due à la réduction des marges bénéficiaires qui résulte elle-même à la fois des augmentations de salaires, de la concurrence accrue et, dans certains cas, du blocage des prix. A ces besoins des entreprises s'ajoute une demande également croissante de la part des administrations publiques. Cet accroissement de la demande de capitaux peut en définitive être relié au fait que les pays membres doivent se mettre rapidement au niveau des économies les mieux équipées avec lesquelles ils sont aujourd'hui en concurrence directe sans que, d'autre part, il soit possible de retarder indéfiniment les dépenses de caractère social et d'infrastructure économique.

Du côté de l'offre des capitaux, on ne peut certainement pas relier les insuffisances constatées à un manque global d'épargne, dont la progression apparaît satisfaisante. C'est plutôt la proportion et les modalités suivant lesquelles cette épargne alimente l'offre de capitaux sur le marché qui doivent être mises en cause et qui expliquent que l'on puisse parler de déséquilibres structurels entre demande et offre sur les marchés des capitaux de plusieurs Etats membres.

39. On a déjà indiqué que les problèmes essentiels de cette offre résultent de son inclination excessive à la liquidité, de sa réticence envers les emplois à risques et les engagements d'épargne contractuelle.

Il n'est pas certain cependant, que ces caractéristiques de l'épargne soient vraiment liées aux préférences des agents économiques plutôt qu'à la nature des structures

financières existantes. Il est contraire à la logique même d'un marché de parler, sans plus, d'un « manque de capitaux à long terme ». Il y a là l'hypothèse implicite d'une inélasticité très marquée de l'épargne par rapport aux conditions qui lui sont offertes : en voulant rétablir un équilibre par une amélioration de la rémunération de l'épargne placée à long terme, on devrait dès lors accroître le coût des capitaux dans une proportion telle que l'investissement en serait vraisemblablement découragé.

En fait, on ne peut pas simplement parler d'élasticité par rapport à un taux de rémunération; il y a en effet toute une série d'autres conditions qui intéressent l'épargne (liquidité, facilité de placement) qu'il est difficile de réduire à une forme quantitative et donc à une simple élasticité.

C'est pourquoi il faut admettre, semble-t-il, que l'utilisation optimum des capitaux disponibles se trouve conditionnée par quatre principes déterminants : la fluidité des capitaux entre les divers circuits financiers, une plus grande neutralité fiscale entre les divers types de placement, l'accroissement des possibilités de collecte et d'emploi des institutions financières qui recueillent et centralisent les fonds d'épargne et en assurent la redistribution au profit de l'économie, le développement enfin, des techniques de négociation sur le marché qui permettent à l'épargnant de réaliser aisément son placement.

40. L'organisation et le fonctionnement actuels de ces marchés s'expliquent par toute une série de facteurs qui sont nés de deux situations de déséquilibre. La première est celle des années 1930 qui a conduit à limiter la concurrence dans le domaine du crédit et à cloisonner de façon stricte les différents marchés nationaux. La deuxième est représentée par la période de reconstruction de l'après-guerre, où la pénurie d'épargne face à l'ampleur des besoins, a conduit les pouvoirs publics à instituer des systèmes de répartition autoritaire des ressources disponibles.

Pour l'essentiel, les mesures adoptées dans de telles circonstances ne pouvaient guère être évitées au moment où elles ont été instituées. Le problème vient de ce qu'elles subsistent, alors que les raisons qui les motivaient ont, en grande partie, disparu.

On assiste donc à une remise en cause progressive des systèmes actuels. Les mesures mises en œuvre dans le passé ont réussi à réaliser l'ajustement de la demande et de l'offre de capitaux dans chacun des marchés et l'on hésite à abandonner des mécanismes qui, sans être entièrement satisfaisants, ont permis le financement d'une croissance rapide des économies européennes. Au cours de ces dernières années, une telle remise en cause est apparue cependant nécessaire pour faire face, d'une part, aux besoins qui se manifestent à l'intérieur de chacun des Etats membres et, d'autre part, pour tenir compte des circonstances nouvelles et des perspectives ouvertes par la réalisation de la Communauté économique européenne.

L'ÉTAT ACTUEL DES LIAISONS ENTRE MARCHÉS DES CAPITAUX

1. Les relations qui existent à l'heure actuelle, d'une part, entre les marchés financiers des Etats membres, d'autre part, entre ces marchés et ceux des pays extérieurs à la Communauté, seront examinées sous deux aspects principaux.

On s'efforcera, en premier lieu, de mesurer l'importance des mouvements de capitaux privés à moyen et à long terme qui se sont d'ores et déjà établis entre les divers pays et de dégager leurs principales caractéristiques.

Il sera utile, en second lieu, de faire le point des décisions déjà prises — ou sur le point de l'être — par les gouvernements pour faciliter la circulation des capitaux, en application des principes définis dans le traité de Rome, et de préciser la nature des obstacles qui restent à surmonter.

I. L'analyse des mouvements de capitaux privés à moyen et à long terme

A. LES RENSEIGNEMENTS FOURNIS PAR LES STATISTIQUES OFFICIELLES

2. Ces renseignements proviennent à la fois des balances des paiements et des indications communiquées par les Etats membres en application de l'article 72 du Traité.

A) VUE D'ENSEMBLE

Les données officielles rassemblées dans le tableau n° 13 fournissent une vue d'ensemble des mouvements de capitaux privés intervenus de 1960 à 1965 entre chaque pays membre et l'étranger, en isolant, à l'intérieur du total, le montant des opérations réalisées avec les autres pays de la Communauté. Les indications recueillies apparaissent satisfaisantes pour trois pays, l'Allemagne, la France et les Pays-Bas. Pour l'Italie, les chiffres officiels publiés pour 1962 et 1963 sont sérieusement affectés par d'importants mouvements de capitaux de nature fictive⁽¹⁾. Enfin, l'Union économique

⁽¹⁾ Au cours des années 1962 à 1965, des résidents italiens ont procédé à d'importants transferts de billets de banque à destination de la Suisse. Le montant de ces transferts a été estimé à 762 millions de dollars en 1962, 1 456 millions en 1963, 577 millions en 1964 et 313 millions en 1965. En 1962 et en 1963, selon le rapport de la Banque d'Italie, la plus grande partie (respectivement 75% et 65%) ont été rapatriés par leurs propriétaires sous couvert de noms suisses, pour financer des placements et des investissements en Italie. Le volume des importations de capitaux à long terme enregistrées dans les statistiques officielles italiennes reflète donc pour une partie importante en 1962 et en 1963 des opérations qui ne comportent pas des apports effectifs de capitaux étrangers.

belgo-luxembourgeoise communique uniquement le solde des opérations en capital avec l'étranger, sans donner de détails sur les mouvements eux-mêmes, sauf en ce qui concerne l'évolution des transactions sur valeurs mobilières.

Compte tenu de ces imperfections, le tableau n° 13 appelle les principales remarques suivantes :

— *En ce qui concerne le total des échanges avec l'étranger :*

Les chiffres officiels des mouvements de capitaux privés à long terme montrent que les pays de la Communauté pris dans leur ensemble ont été importateurs nets de capitaux pour un montant de 8,1 milliards de dollars au cours de la période 1960-1965. En réalité, compte tenu des importations fictives de capitaux déjà mentionnées, la position nette doit être ramenée à environ 6,5 milliards de dollars. Même ainsi réduit, ce montant apparaît très élevé. On doit cependant l'apprécier en rappelant qu'il a trait uniquement aux mouvements de capitaux privés à long terme et que le solde global des opérations en capital de la Communauté comprend également les soldes des mouvements de capitaux publics et de capitaux privés à court terme. En définitive, ce solde, tous mouvements réunis, a été créditeur d'environ 0,05 milliard de dollars.

— *En ce qui concerne les échanges à l'intérieur de la Communauté :*

Le volume des mouvements de capitaux entre les pays de la Communauté apparaît relativement modeste. A l'inverse de ce que l'on peut constater en matière commerciale, les échanges intracommunautaires ne représentent qu'une partie réduite des échanges globaux de chaque pays membre avec l'extérieur. Seuls les Pays-Bas font exception à la règle : les résidents néerlandais ont exporté davantage de capitaux vers les pays de la Communauté que vers les pays tiers.

Deux pays ont bénéficié d'un apport de capitaux privés à long terme : l'Allemagne à concurrence de 736 millions de dollars environ et la France pour un peu plus de 439 millions de dollars. Plus d'un tiers de ces montants, soit 432 millions de dollars environ, provient des Pays-Bas; faute de statistiques précises, on peut estimer que le complément a été fourni par l'Union économique belgo-luxembourgeoise et dans une moindre mesure par l'Italie.

3. Il est difficile en conclusion de discerner dans les mouvements de capitaux entre Etats membres, et entre ces derniers et les pays tiers, des tendances qui puissent être reliées au processus d'intégration économique au sein de la Communauté et notamment au développement des échanges commerciaux. L'influence de certains facteurs économiques fondamentaux — tels que le degré différent de développement des économies des six Etats membres — n'est pas plus apparente. Les facteurs conjoncturels s'y trouvent quant à eux reflétés de façon plus nette quoique encore très imparfaite.

Il serait toutefois erroné de vouloir déduire de cette constatation que les mouvements de capitaux résultent de facteurs purement accidentels dans la vie économique des Etats membres et qu'il conviendrait par conséquent de les endiguer dans toute la mesure du possible ou de les soumettre à des contrôles visant à les orienter de façon stricte. Il apparaît par contre que ce caractère des mouvements de capitaux doit être attribué en premier lieu au manque d'harmonisation des politiques pratiquées par les

Etats membres en la matière — liberté totale dans certains cas, attitude restrictive ailleurs — et aussi aux effets de certaines mesures, notamment de caractère fiscal ou relevant de la politique monétaire, qui ont pu à certains moments déclencher d'importants mouvements de capitaux qui n'étaient ni prévus, ni peut-être souhaitables.

On peut donc être certain que le caractère apparemment erratique des mouvements constatés dans le passé serait profondément modifié par la réalisation des mesures de libéralisation et d'harmonisation qui sont recommandées dans ce rapport.

B) ANALYSE DES DIVERSES CATÉGORIES DE MOUVEMENTS DE CAPITAUX

4. Le tableau n° 14 présente une ventilation par secteur des transactions en capital réalisées respectivement par les résidents et les non-résidents. Quatre rubriques ont été retenues :

- investissements directs,
- investissements de portefeuille,
- crédits et prêts à plus d'un an,
- transactions diverses (notamment investissements immobiliers).

On peut dégager les principales constatations suivantes :

— Les investissements directs et les investissements de portefeuille représentent, dans tous les pays, l'essentiel des transactions en capital. Les investissements de portefeuille jouent un rôle particulièrement important aux Pays-Bas et en Allemagne. Les investissements directs sont en revanche prépondérants dans le cas de la France et de l'Italie (en prenant pour ce dernier pays une estimation qui élimine les mouvements fictifs rappelés plus haut).

— Le développement des investissements directs en provenance ou à destination de l'étranger montre une évolution plus régulière que celle des investissements de portefeuille; dans tous les pays, ils se sont accrus d'une manière continue, ce qui contraste avec l'ampleur des fluctuations de l'ensemble des transactions en capital à long terme.

L'analyse par pays conduit aux principales remarques suivantes :

Aux Pays-Bas, les importations de capitaux ont été réalisées principalement sous forme d'investissements de portefeuille, tandis que les opérations des résidents néerlandais ont pris souvent la forme d'investissements directs. Cette opposition traduit à la fois l'importance des Pays-Bas comme centre financier international et l'ampleur du rôle qu'y jouent certaines grandes sociétés internationales.

Les investissements de portefeuille effectués par les non-résidents en Allemagne ont revêtu une très grande ampleur au cours de la période 1960-1963. Ce mouvement s'est considérablement ralenti à partir d'avril 1964, à la suite de l'annonce de l'institution d'une retenue à la source de 25% sur les revenus d'obligations allemandes payés aux non-résidents (Kuponsteuer).

En France, les opérations sur valeurs mobilières des résidents font apparaître un désinvestissement net relativement important qui résulte à la fois de la faiblesse des nouveaux placements et de la liquidation d'importants portefeuilles-titres précédemment constitués à l'étranger.

Les données partielles disponibles pour l'Union économique belgo-luxembourgeoise concernent uniquement, d'une part, les achats nets de titres étrangers par les résidents, d'autre part, ceux de titres nationaux par les non-résidents. Ces opérations ont été caractérisées, tout au long de la période, par un important solde négatif.

Pour l'Italie, ainsi qu'on l'a dit, les données officielles ne rendent pas compte des mouvements effectifs de capitaux à long terme. On retiendra donc que si, conformément aux indications figurant sur le tableau n° 2, l'Italie a bénéficié d'investissements directs croissants, en revanche, contrairement aux tendances que reflète ce tableau, les résidents italiens ont procédé à des investissements de portefeuille à l'étranger relativement importants.

C) LES ÉMISSIONS D'EMPRUNTS OBLIGATAIRES

5. Le placement d'emprunts obligataires à l'étranger, qui constitue l'instrument classique d'intégration des marchés financiers, s'est particulièrement développé au cours des années récentes. Aussi a-t-il semblé utile de consacrer une analyse particulière aux mouvements de capitaux réalisés sous cette forme. On remarquera d'ailleurs que les renseignements disponibles en ce domaine apparaissent à la fois plus complets et plus satisfaisants que pour le reste des transactions en capital.

Deux tableaux statistiques ont été dressés : le tableau n° 15 fournit en particulier une ventilation annuelle des émissions publiques étrangères réalisées de 1961 à 1965 sur les marchés européens et américain, alors que le tableau n° 16 donne entre autres la décomposition de l'ensemble de ces émissions, premièrement en fonction de la nationalité des émetteurs, deuxièmement en fonction des marchés sur lesquels s'est effectuée la souscription des emprunts.

Afin de mieux définir les diverses catégories d'émissions, on a recensé dans les deux tableaux, d'une part, les « émissions étrangères en monnaie locale », d'autre part, les « euro-émissions ». Ce dernier terme nécessite quelques précisions. On entend ici par « euro-émissions » les émissions destinées à être placées principalement sur des marchés autres que celui de la monnaie de référence (voir les indications au bas du tableau n° 15 ainsi que les développements plus complets qui sont consacrés à ces émissions au chapitre 9, section III). L'importance de ces émissions s'est considérablement accrue au cours des années récentes, et les syndicats de placement se sont efforcés d'élargir constamment leur clientèle internationale. C'est pourquoi il est extrêmement difficile de procéder à une ventilation géographique des émissions en fonction de la résidence des souscripteurs effectifs; on a estimé préférable d'employer le terme d'« euro-émissions » qui recouvre ainsi des emprunts dont les conditions de rémunération sont très voisines et qui constituent l'amorce d'un marché international.

Les tableaux n° 15 et n° 16 appellent les principales remarques suivantes pour les pays de la CEE :

— *En ce qui concerne le volume des émissions :*

Le volume des émissions étrangères s'est fortement accru depuis 1963, grâce au développement des « euro-émissions ». En revanche, le volume des émissions étrangères libellées en monnaie locale est demeuré stationnaire.

Les emprunts effectués par des émetteurs résidant dans la Communauté sur les marchés des pays tiers ou sur celui des « euro-émissions » ont atteint, au cours des dernières années un montant plusieurs fois supérieur à celui des emprunts réalisés par les pays tiers ou les organismes internationaux (à l'exclusion de la CECA et de la BEI, qui sont compris parmi les émetteurs résidant dans la Communauté) sur les marchés des Etats membres. Le solde qui s'est établi en faveur de la Communauté s'élève à plus de 570 millions de dollars. Ce chiffre doit cependant être interprété avec prudence compte tenu de l'apport des résidents de la Communauté au marché des « euro-émissions » et il ne représente donc pas l'importation réelle nette de capitaux extérieurs par la voie des émissions étrangères.

Les émissions réalisées par les émetteurs résidant dans la Communauté — y compris la CECA et la BEI — sur les marchés des autres pays membres ont été relativement faibles; de 1961 à 1965 elles ont atteint 320 millions de dollars soit 6,7% du total des emprunts étrangers émis pendant la période, qui se sont élevés à près de 4 800 millions de dollars.

— *En ce qui concerne les bénéficiaires :*

La CECA et la BEI viennent au premier rang des émetteurs résidant dans la Communauté. Leurs emprunts ont représenté 35% du total des émissions réalisées par ceux-ci; l'Italie, dont la part s'élève à 18%, apparaît comme le deuxième bénéficiaire de ces émissions.

— *En ce qui concerne les principaux pays souscripteurs :*

Si l'on fait abstraction du cas particulier de l'Allemagne, pour laquelle les émissions intervenues après avril 1964 sont retenues dans le total des « euro-émissions », les Pays-Bas apparaissent comme le pays membre ayant accueilli le volume d'émissions étrangères de loin le plus important. C'est d'ailleurs le seul pays où les émissions placées par des non-résidents dépassent les recours des résidents aux marchés étrangers.

B. L'INSUFFISANCE DES DONNÉES OFFICIELLES POUR L'ANALYSE DES FLUX DE CAPITAUX

6. L'interprétation des données officielles ayant trait aux mouvements internationaux de capitaux pose des problèmes difficiles; ces statistiques rendent compte des transactions directes, mais ne fournissent aucun renseignement sur le rôle de « plaque tournante » des organismes financiers internationaux ou de certaines places financières. On connaît donc très imparfaitement la répartition géographique des mouvements de capitaux.

En outre, il est clair que de nombreuses transactions échappent aux recensements officiels, ce qui aboutit à sous-estimer le volume et l'étendue des relations financières effectivement établies.

4) LE RÔLE DE REDISTRIBUTION DES ORGANISMES FINANCIERS INTERNATIONAUX ET DES MARCHÉS FINANCIERS TIERS

7. La CECA et la BEI ont, de 1954 à 1964, accordé ensemble environ un milliard de dollars de crédits à long terme et collecté près de 650 millions de dollars de capitaux d'emprunt, qui se sont ajoutés au capital versé de la BEI, soit 250 millions de dollars.

Les fonds d'emprunts ont été recueillis à concurrence de 300 millions sur les marchés des pays extérieurs à la Communauté, alors que la quasi-totalité des prêts a été accordée à des résidents des Etats membres. Les deux organismes ont ainsi canalisé d'importantes ressources extérieures vers des emplois dans la Communauté. Ils ont par ailleurs, à l'intérieur même de la Communauté, assuré une fonction de redistribution très importante des capitaux mis à leur disposition soit par les gouvernements sous forme de versements en capital, soit par les souscripteurs des emprunts obligataires.

Les autres organismes financiers internationaux — Banque internationale pour la reconstruction et le développement, Banque interaméricaine de développement, Fonds de rétablissement du Conseil de l'Europe, Eurofima — ont joué, pour leur part, un rôle analogue de répartiteurs mais, dans leur cas, la fonction de redistribution s'est opérée pour l'essentiel au profit de pays tiers.

Certaines places financières remplissent traditionnellement une fonction de redistribution des capitaux. Tel est le cas de la Suisse qui participe, d'une manière prédominante, tant aux transactions en capital entre résidents de la Communauté qu'aux échanges entre les résidents des Etats membres et des pays tiers.

On a vu dans quelle mesure il convenait de corriger les statistiques relatives à l'Italie, en fonction des mouvements de billets intervenus par l'intermédiaire des banques suisses. On doit ajouter à cet égard que la fraction des fonds italiens transférés en Suisse qui correspondait à une véritable exportation de capitaux, n'a pas été employée sur le territoire helvétique, en grande partie, ces fonds se sont en réalité dirigés vers les pays de la Communauté, et notamment semble-t-il vers l'Allemagne et les Pays-Bas, ainsi que vers des marchés tiers.

Le marché des « euro-émissions » pose des problèmes analogues en ce qui concerne la détermination de l'origine et de la destination géographique effective des capitaux qui y transitent. Il ressort du tableau n° 16 que, jusqu'à fin 1965, des émissions se chiffrant à 1,8 milliard de dollars environ ont été réalisées sur ce marché : sur ce montant, les émetteurs résidents de la CEE ont obtenu près de 400 millions de dollars, la CECA et la BEI ayant obtenu à elles seules 40% de ce montant. En outre, il faudrait ajouter à ce montant une partie au moins des émissions réalisées par des sociétés hol-

ding dans le but de financer les filiales européennes d'entreprises américaines : en effet, si ces émetteurs ne sont généralement pas résidents de la CEE, il est certain qu'une partie considérable des capitaux ainsi collectés a financé des investissements à l'intérieur de la CEE.

Il est impossible d'estimer l'apport effectif du côté des souscriptions des résidents de la CEE à ce marché. On peut donc seulement affirmer que celui-ci a joué un rôle important en tant que centre de répartition de capitaux à l'intérieur de la Communauté; mais on ne peut préciser si ces opérations ont eu pour résultat une exportation ou une importation nette de capitaux de la part des pays de la CEE.

Il convient enfin de mentionner une autre « plaque tournante » dont l'importance quantitative est plus considérable, le marché des euro-devises. Les opérations réalisées sur ce marché sont, en règle générale, des opérations à court terme et ne rentrent donc pas dans le cadre de cette étude. Toutefois, l'exemple d'opérations dont le terme dépasse un an n'est pas rare; on peut penser que des facilités à court terme ont été systématiquement renouvelées par les emprunteurs et doivent à ce titre être considérées comme des financements à long terme. L'apport et le recours respectif des bailleurs de fonds et des emprunteurs résidents de la CEE sur ce marché ont fait l'objet d'estimations de la part de la Banque des règlements internationaux; cependant, la position des divers États membres à l'égard de ce marché a subi des variations considérables, notamment en ce qui concerne l'Italie qui a tour à tour prêté, emprunté et de nouveau prêté des fonds sur le marché des euro-devises. Il convient donc de retenir qu'il y a là un autre élément important, qui ne résulte pas toujours avec clarté des données officielles, dans les relations financières entre les pays membres de la Communauté.

B) L'INSUFFISANCE QUALITATIVE DES DONNÉES OFFICIELLES

8. La plupart des États membres ont réalisé des progrès notables dans le développement de leur appareil statistique au cours des dernières années. La situation apparaît désormais satisfaisante pour l'Allemagne, la France, l'Italie et les Pays-Bas. Il n'en est pas ainsi, comme on vient de le dire, pour l'UEBL. Il reste à réaliser, en tout état de cause, un important travail d'harmonisation, notamment en ce qui concerne la distinction entre les diverses formes de mouvements de capitaux et leur ventilation géographique.

Par ailleurs, les statistiques officielles comportent de nombreuses lacunes qu'il paraît difficile d'éliminer. Les plus graves ne sont pas d'ordre technique (montants minimaux, erreurs de classification), mais les omissions intentionnelles de la part des agents qui réalisent les transactions. Celles-ci sont motivées parfois par le désir d'éviter le travail matériel des formalités de déclaration, et beaucoup plus souvent par la volonté d'échapper aux contrôles de caractère fiscal et aux restrictions de change.

II. Les mesures prises ou actuellement envisagées en application du traité de Rome afin de faciliter la circulation des capitaux

9. On dressera brièvement la liste des engagements réciproques déjà pris par les Etats membres ou actuellement envisagés, afin de faciliter la circulation des capitaux. L'exposé sera centré sur les problèmes d'assouplissement de la réglementation des changes qui conditionnent le développement des relations entre les marchés des capitaux des Etats membres; les obstacles de caractère fiscal seront traités ultérieurement au chapitre 14.

A) LA SITUATION ACTUELLE

10. Actuellement, une liberté de mouvement intégrale est garantie aux capitaux dans les domaines des investissements directs, des opérations sur valeurs mobilières cotées en bourse, des investissements immobiliers, des transactions à caractère personnel et des crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services. Pour d'autres catégories de transactions, telles que l'émission de valeurs mobilières sur les marchés des autres Etats membres, les prêts financiers à moyen et à long terme, les transactions sur titres non cotés et les mouvements de capitaux à court terme de nature financière, des restrictions continuent à subsister dans certains des Etats membres : on trouvera en annexe un relevé synthétique des restrictions en question. Il faut néanmoins signaler que la situation est en pleine évolution et que des nouvelles mesures de libération sont actuellement envisagées. Elles seront examinées au paragraphe suivant.

Les mesures déjà adoptées pour traduire en pratique les dispositions du traité de Rome concernant l'élimination des restrictions de change, sont contenues dans deux directives pour la mise en œuvre de l'article 67 que le Conseil a arrêtées sur proposition de la Commission en date des 11 mai 1960 et 18 décembre 1962 ⁽¹⁾.

Du point de vue technique, ces directives constituent des engagements minimaux que les Etats membres ont mis en application par des mesures de caractère national. Certains Etats membres sont allés bien au-delà de ces engagements; en outre, à quelques exceptions près, tout ont étendu aux pays tiers les mesures de libération adoptées en vertu des engagements communautaires.

Le système de libération ainsi défini diffère sensiblement de celui qui est envisagé par le « code de la libération des mouvements de capitaux » adopté par le Conseil de l'OCDE en date du 28 juillet 1964. En effet, du point de vue juridique, les engagements communautaires sont nettement plus stricts. Il n'est possible de revenir sur les mesures de libération inconditionnelle arrêtées par le Conseil que dans le cadre des clauses de sauvegarde prévues par les articles 73 et 109 du Traité. Celles-ci sont soumises à des conditions précises et à des procédures communautaires. Dans le système de l'OCDE, au contraire, un Etat membre a la faculté de revenir unilatéralement sur les mesures de libération déjà adoptées « si elles provoquent de graves

⁽¹⁾ Voir JO du 12-7-1960 et du 22-1-1963.

troubles économiques ou financiers » et d'en suspendre l'application à titre conservatoire « si la balance globale des paiements... évolue défavorablement à une cadence et dans des circonstances... qui lui paraissent dangereuses ».

Les différentes formes d'opérations en capital sont ventilées dans le système des directives précitées, en quatre catégories soumises à une réglementation différente.

— Une libération dite « inconditionnelle » qui ne peut être révoquée que dans les conditions strictes prévues par les articles 73 et 109 du Traité, s'applique aux mouvements de capitaux énumérés dans la première et la deuxième catégorie. Ces deux catégories comprennent essentiellement les investissements directs, les opérations sur valeurs mobilières cotées en bourse, les mouvements de capitaux à caractère personnel, les investissements immobiliers et les crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales et à des prestations de services.

— Un régime de libération dite « conditionnelle » est en revanche en vigueur pour d'autres mouvements de capitaux inclus dans la troisième catégorie, tels que l'émission de valeurs mobilières étrangères sur les marchés des capitaux, les transactions sur valeurs non cotées et les prêts et crédits de caractère financier. Les Etats membres ont la faculté de soumettre ces opérations à des restrictions ou de maintenir les restrictions existantes à la date de l'entrée en vigueur de la directive « si ces mouvements sont de nature à faire obstacle à la réalisation des objectifs de leur politique économique ». Trois Etats membres — la France, l'Italie et les Pays-Bas — se sont prévalus de cette faculté et continuent à maintenir des restrictions partielles ou totales sur ces mouvements de capitaux; des autorisations générales existent cependant pour la réalisation d'opérations dont la durée et le montant ne dépassent pas certaines limites préétablies (voir annexe). Pour les autres Etats membres qui avaient déjà intégralement libéré ces opérations à la date du 11 mai 1960, la libération est devenue irrévocable, sauf application des clauses de sauvegarde précitées.

— Pour les mouvements de capitaux de la quatrième catégorie, qui inclut notamment les opérations financières à court terme, y compris la constitution de dépôts à l'étranger, aucun engagement particulier de libération n'a été prévu et le problème reste donc posé : dans les faits, toutefois, ces opérations sont libérées intégralement ou presque dans trois des Etats membres.

B) LES PROGRÈS À ACCOMPLIR

11. Compte tenu de cette situation, il a été estimé nécessaire d'élaborer une troisième directive, actuellement en cours de discussion, pour la mise en œuvre de l'article 67. Cette directive tend à établir un meilleur équilibre entre les engagements des divers Etats membres, et à éliminer en même temps un certain nombre d'obstacles non liés à la réglementation des changes mais d'une importance aussi fondamentale.

Plus précisément, ce projet prévoit un assouplissement du contrôle des changes en France, en Italie et aux Pays-Bas, en ce qui concerne, d'une part, l'admission d'émetteurs étrangers sur les marchés nationaux jusqu'à concurrence d'un plafond déterminé, et, d'autre part, l'octroi aux résidents de prêts financiers à moyen et à long terme.

Par ailleurs, il est apparu nécessaire d'éliminer les dispositions réglementaires, législatives ou administratives qui revêtent un caractère discriminatoire quant à l'accès des émetteurs d'autres pays membres aux divers marchés financiers et à l'introduction en bourse de titres étrangers. L'élimination des discriminations en matière d'acquisition de titres étrangers par les institutions financières est également envisagée par le projet de troisième directive. Le progrès de l'intégration au sein de la CEE demande que ces dispositions soient amendées. La libéralisation des normes régissant les possibilités de placement des institutions financières apparaît indispensable à l'efficacité des mesures de libération déjà en vigueur, ou envisagées dans la troisième directive, en matière d'émissions étrangères. En permettant aux organismes financiers d'acheter des titres étrangers libellés en monnaie nationale ou exempts de risque de change en vertu de clauses particulières, on contribuera à constituer un marché suffisamment large pour ces émissions.

12. Le groupe d'experts souhaite que les réglementations qui empêchent la libre circulation des capitaux soient progressivement levées. Les restrictions qui subsistent semblent d'ailleurs moins justifiées dans la mesure où leur maintien apparaît motivé par des raisons différentes de celles qui, à l'origine, avaient nécessité leur adoption. En effet, les restrictions de change ont cessé, en règle générale, d'être utilisées pour la sauvegarde de l'équilibre des paiements internationaux, et visent apparemment surtout à assurer l'autonomie des politiques monétaires nationales. À côté des instruments classiques du contrôle des changes — c'est-à-dire l'interdiction faite aux non-résidents d'acheter certaines catégories de titres du marché monétaire et aux résidents de contracter des emprunts à l'étranger, la réglementation des délais de paiement à l'étranger et des rapatriements de devises encaissées —, sont apparues des mesures relevant spécifiquement de la politique monétaire : elles concernent le plafonnement de la position en devises des banques, l'imposition de coefficients de trésorerie spéciaux ou la modification des plafonds de réescompte auprès de la banque centrale en fonction des engagements nets des banques envers l'étranger et la définition de conditions plus ou moins favorables pour les opérations de « swap » conclues par les banques.

Les conséquences de cette tendance ont été mises en lumière dans le trente-sixième rapport annuel de la Banque des règlements internationaux :

« Dans un régime de convertibilité des monnaies, le volume des demandes d'origine intérieure, ainsi que le coût et les conditions d'accès au crédit, doivent être compatibles avec les exigences de la balance des paiements. La politique monétaire, relativement plus efficace lorsqu'il faut agir sur les voies empruntées par les flux de fonds que lorsqu'il importe d'exercer une influence sur le volume des dépenses effectives, doit par conséquent avoir en principe pour objectif essentiel de freiner des mouvements excessifs d'entrées ou de sorties de capitaux. De même, l'existence d'un régime de convertibilité incite les pays à utiliser plus systématiquement les moyens d'action de politique financière et de la politique des revenus, dans les efforts déployés pour progresser simultanément vers des objectifs de politique économique intérieurs et extérieurs. De la sorte, la convertibilité tend à diriger les divers instruments de la politique économique vers les points où leur utilisation sera la plus efficace, et favorise ainsi le maintien de l'expansion à une cadence qui peut être soutenue. Or, la plupart des pays n'ont montré aucun empressement pour accepter la « discipline » qu'implique l'existence d'un régime de convertibilité, ou ont été dans l'incapacité de le

faire. Dans leurs efforts tendant à orienter encore plus leur politique monétaire vers des objectifs nationaux, ils ont, au contraire, cherché par divers moyens à affaiblir les liens entre les conditions d'accès au crédit à l'intérieur et les flux internationaux de capitaux. Cette évolution les a conduit à s'écarter progressivement de la convertibilité; cette constatation ne vaut essentiellement, jusqu'ici, que pour les contrôles sélectifs sur les opérations en capital ».

Conclusions

13. La connaissance actuelle du degré d'intégration déjà réalisé entre les marchés des capitaux des Etats membres est encore très imparfaite. D'une part, les données disponibles sont incomplètes et sous-estiment sans aucun doute l'ampleur des mouvements intracommunautaires de capitaux; d'autre part, la ventilation géographique qu'elles révèlent est faussée profondément par une série de facteurs qui ont pour résultat de donner une importance excessive aux relations financières avec les marchés tiers par rapport à celles qui existent entre les marchés des Etats membres.

Les mesures prises au sein de la Communauté en vue de permettre une plus grande liberté pour les flux financiers ont été, certes, déjà appréciables. Toutefois, le développement du marché européen des capitaux implique que de nouveaux progrès soient accomplis aussi bien en matière de réglementation des changes que de réglementation interne du fonctionnement des marchés dans les divers Etats membres. De plus, un tel progrès ne pourra se réaliser qu'à la condition que certains aménagements soient introduits dans les instruments de politique économique actuellement mis en œuvre. C'est à l'exposé de ces aménagements que sera consacré la seconde partie du rapport, qui s'efforcera de définir les conditions d'efficacité des instruments de politique économique dans le cadre d'un marché des capitaux élargi à l'échelle européenne.

ANNEXE AU CHAPITRE 3

Aperçu des régimes de contrôle des changes applicables aux principales catégories de mouvements de capitaux entre les Etats membres

ALLEMAGNE

Investissements directs : libres.

Opérations sur titres cotés : libres.

Opérations sur titres non cotés : libres.

Emission et placement de titres d'une entreprise étrangère sur le marché national des capitaux : libres.

Emission et placement de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger des capitaux : libres.

Investissements immobiliers : libres

Crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services auxquelles participe un résident : libres.

Prêts et crédits à moyen et à long terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services : libres.

Prêts et crédits à court terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services : libres.

Constitution et approvisionnement de comptes courants, de dépôts et autres placements à court terme sur le marché monétaire :

— par des résidents sur un marché étranger : libres;

— par des non-résidents sur le marché national : la constitution et l'approvisionnement de comptes courants et de dépôts sont libres; toutefois, il est interdit aux établissements de crédit allemands de payer des intérêts sur les dépôts à terme de non-résidents (appartenant ou non au secteur bancaire), exception faite pour les comptes d'épargne détenus par des personnes physiques. En ce qui concerne les autres placements à court terme, est interdite la cession aux non-résidents de bons du Trésor allemand et titres analogues, en vue d'éviter que soit tournée par cette voie l'interdiction de rémunérer des dépôts à court terme; est également interdite la vente à des non-résidents de titres nationaux à revenu fixe avec clause de rachat à un prix déterminé.

BELGIQUE - LUXEMBOURG (UEBL)

Investissements directs : libres ⁽¹⁾.

Opérations sur titres cotés : libres. Pour les résidents, le règlement de ces opérations doit s'effectuer par la voie du « marché libre ». Pour les non-résidents, le règlement

⁽¹⁾ Depuis le 1-10-1963, les résidents de l'UEBL peuvent faire effectuer les transferts liés à ces opérations en utilisant, à leur choix, le « marché réglementé » (c'est-à-dire à taux stabilisés à

peut s'effectuer, à leur choix, par la voie du « marché réglementé » ou par le « marché libre ». Pour transférer à l'étranger le produit de la liquidation, il faut passer par le « marché libre » même si le montant du prix d'achat avait à l'origine été importé dans le pays par l'intermédiaire du « marché réglementé ». Le remboursement d'obligations cotées de l'UEBL, qui sont libellées en francs belges ou luxembourgeois peut sur simple vérification, être transféré par le « marché réglementé ».

Opérations sur titres non cotés : livres. Pour les résidents, le règlement de ces opérations doit s'effectuer par la voie du « marché libre ». Pour les non-résidents, le règlement peut s'effectuer, à leur choix, par la voie du « marché réglementé » ou par le « marché libre ». Pour transférer à l'étranger le produit de la liquidation il faut passer par le « marché libre » même si le montant du prix d'achat avait à l'origine été importé dans le pays par l'intermédiaire du « marché réglementé ».

Emission et placement de titres d'une entreprise étrangère sur le marché national des capitaux : au point de vue de la réglementation des changes, les émissions pour compte étranger ne sont soumises à aucune restriction. Cependant, il y a lieu de remarquer que toute émission publique de valeurs mobilières étrangères ou leur vente au public par des étrangers est soumise à une autorisation du ministère des finances.

Emission et placement de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger des capitaux : livres.

Investissements immobiliers : livres ⁽¹⁾.

Crédits à court et moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services auxquelles participe un résident : livres ⁽¹⁾. Les transferts de non-résidents à des fournisseurs résidents au titre de paiements anticipés ou de prestations de services, doivent passer par le « marché réglementé ».

Prêts et crédits à moyen et à long terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services : livres. Les transferts correspondants sont effectués par la voie du « marché libre »; pour les non-résidents les transferts peuvent intervenir par le canal du « marché réglementé » ou par celui du « marché libre ».

Prêts et crédits à court terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services : livres. Les transferts correspondants sont effectués par la voie du « marché libre »; pour les non-résidents les transferts peuvent intervenir par le canal du « marché réglementé » ou par celui du « marché libre ».

Constitution et approvisionnement de comptes courants, de dépôts et autres placements à court terme sur le marché monétaire :

— par des résidents sur un marché étranger : livres; le règlement doit s'effectuer par la voie du « marché libre »;

l'intérieur des marges fixées dans le cadre de l'AME), ou le « marché libre » (c'est-à-dire où les taux peuvent fluctuer même en dehors des marges précitées). Les transferts effectués par l'intermédiaire du « marché réglementé » nécessitent une autorisation individuelle de l'Institut belgo-luxembourgeois du change; les demandes d'autorisation doivent être accompagnées d'une justification appropriée et les autorisations de transfert par le « marché réglementé » sont subordonnées au respect de certaines conditions concernant notamment le rapatriement des revenus et du capital par le « marché réglementé ». Pour les non-résidents les transferts liés à ces opérations peuvent être effectués en passant par le « marché réglementé » ou par le « marché libre » au choix de l'investisseur.

⁽¹⁾ Voir note en bas de la page précédente.

— par des non-résidents sur le marché national : la constitution de comptes et de dépôts est libre; en ce qui concerne les autres placements à court terme, il est interdit aux non-résidents d'acheter des bons du Trésor.

FRANCE

Investissements directs : libres.

Opérations sur titres cotés : libres à l'exclusion des opérations sur parts de fonds communs de placement.

Opérations sur titres non cotés :

— achat à l'étranger par des résidents : libre à l'exclusion de parts de fonds communs de placement;

— achat en France par des non-résidents : libre à l'exclusion des titres étrangers détenus sur le territoire français.

Emission et placement de titres d'une entreprise étrangère sur le marché national des capitaux : autorisation particulière.

Emission et placement de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger des capitaux : autorisation particulière.

Investissements immobiliers : libres.

Crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services auxquelles participe un résident : libres.

Prêts et crédits à moyen et à long terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services :

I m p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour les opérations dont le montant n'excède pas un million de francs, le taux d'intérêt ne dépasse pas 4% l'an et la durée n'est pas supérieure à deux ans. En outre, le montant total des prêts obtenus par un résident dans le cadre de l'autorité générale ne peut à aucun moment excéder un million de francs.

E x p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour les banques qui, sous leur seule responsabilité, peuvent utiliser les disponibilités en devises étrangères existant à leur nom chez leurs correspondants à l'étranger pour toutes opérations de placements à l'étranger ainsi que pour toutes opérations de placement faites à l'étranger au profit de non-résidents.

Prêts et crédits à court terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services :

I m p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour les opérations dont le montant n'excède pas un million de francs et le taux d'intérêt ne dépasse pas 4% l'an. En outre, le montant total des prêts obtenus par un résident dans le cadre de l'autorité générale ne peut à aucun moment excéder un million de francs.

Exportation : autorisation particulière, sauf pour les banques, qui, sous leur responsabilité, peuvent utiliser les disponibilités en devises étrangères existant à leur nom chez leurs correspondants à l'étranger pour toutes opérations de placements à l'étranger ainsi que pour toutes opérations de placement faites à l'étranger au profit de non-résidents.

Les banques peuvent également sans limitation de montant et quel que soit le motif de l'opération, consentir des prêts en francs à des résidents sous forme de découverts en comptes étrangers en francs à la seule condition que leurs engagements n'excèdent pas six mois (rien ne s'oppose toutefois à ce qu'à l'expiration du délai de 6 mois un nouveau crédit de même durée soit consenti).

Constitution et approvisionnement de comptes courants, de dépôts et autres placements à court terme sur le marché monétaire :

— par des résidents sur un marché étranger : autorisation particulière sauf pour les banques qui peuvent détenir des avoirs directs à l'étranger et utiliser leurs propres disponibilités en devises étrangères existant chez leurs correspondants à l'étranger;

— par des non-résidents sur le marché national : la constitution et l'approvisionnement de comptes courants et de dépôts sont libres; toutefois, il est interdit aux banques françaises de rémunérer les dépôts à terme détenus au nom de non-résidents autres que les banques centrales et les organisations internationales, les placements à court terme sont soumis à autorisation particulière.

ITALIE

Investissements directs : libres.

Opérations sur titres cotés : libres.

Opérations sur titres non cotés : autorisation particulière.

Emission et placement de titres d'une entreprise étrangère sur le marché national des capitaux : autorisation particulière.

Emission et placement de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger des capitaux : autorisation particulière.

Investissements immobiliers : libres.

Crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services auxquelles participe un résident : libres.

Prêts et crédits à moyen et à long terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services :

Importation : autorisation particulière sauf pour les opérations dont le montant n'excède pas 50 millions de lires, la durée ne dépasse pas cinq ans et le taux d'intérêt ne soit pas supérieur à 6% l'an.

Exportation : autorisation particulière sauf pour les opérations dont le montant n'excède pas 50 millions de lires et la durée ne dépasse pas cinq ans. (Les établissements financiers sont exclus de telles opérations).

Prêts et crédits à court terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services :

I m p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour les opérations dont le montant n'excède pas 50 millions de liras et le taux d'intérêt ne dépasse pas 6% l'an.

E x p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour les opérations dont le montant n'excède pas 50 millions de liras.

Constitution et approvisionnement de comptes courants, de dépôts et autres placements à court terme sur le marché monétaire :

— par des résidents sur un marché étranger : autorisation particulière sauf pour les banques;

— par des non-résidents sur le marché national : livres.

PAYS-BAS

Investissements directs : livres.

Opérations sur titres cotés : livres (les non-résidents peuvent acheter des titres par cession de devises tant sur le « marché réglementé » que sur le « marché libre » des « comptes K »; les florins provenant de la vente de ces titres doivent être crédités sur ces comptes et leur transfert ne peut s'effectuer que par le canal du « marché libre ». Les résidents de leur côté ne peuvent acheter des titres étrangers que par des devises détenues sur les « comptes de réinvestissement » ou par des florins devant être crédités sur un « compte K » d'un non-résident; par contre, les devises étrangères provenant de la vente des titres sont convertibles sur le « marché réglementé ». Il y a possibilité d'arbitrage entre ces deux catégories de comptes et donc en fait unicité de taux. Sont exclues de la libération les obligations cotées à l'étranger, libellées en florins ou liées d'une autre façon à la parité du florin, qui ne sont pas cotées en bourse aux Pays-Bas.

Opérations sur titres non cotés : autorisation particulière.

Emission et placement de titres d'une entreprise étrangère sur le marché national des capitaux : autorisation particulière.

Emission et placement de titres d'une entreprise nationale sur un marché étranger des capitaux : autorisation particulière.

Investissements immobiliers : livres.

Crédits à court et à moyen terme liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services auxquelles participe un résident : livres.

Prêts et crédits à moyen et à long terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services :

I m p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour un total annuel ne dépassant pas 10 000 florins.

E x p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour un total annuel ne dépassant pas 10 000 florins. Pour les banques : autorisation particulière et à condition que la durée des prêts et crédits ne dépasse pas cinq ans.

Prêts et crédits à court terme non liés à des transactions commerciales ou à des prestations de services :

I m p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour un total annuel ne dépassant pas 10 000 florins; pour les banques : livres.

E x p o r t a t i o n : autorisation particulière sauf pour un total annuel ne dépassant pas 10 000 florins; pour les banques : livres.

Constitution et approvisionnement de comptes courants, de dépôts et autres placements à court terme sur le marché monétaire :

— par des résidents sur un marché étranger : autorisation particulière sauf pour les banques;

— par des non-résidents sur le marché national : livres.

DEUXIÈME PARTIE

LES CONDITIONS D'EFFICACITÉ DES INSTRUMENTS DE POLITIQUE ÉCONOMIQUE DANS UN MARCHÉ INTÉGRÉ

Avant même d'être un problème d'adaptation des circuits de financement, le développement d'un marché européen des capitaux doit être envisagé comme un problème de politique économique. En effet, telle est l'importance des interventions de nature financière dans la poursuite des objectifs que se sont fixés les pouvoirs publics dans tous les Etats membres, qu'il serait difficile d'aborder les aspects techniques sans avoir au préalable examiné les aspects de politique économique du problème.

Cette priorité sur le plan logique ne doit pas toutefois être interprétée comme indiquant que l'harmonisation des politiques doit précéder l'élargissement des circuits financiers. En effet, l'expérience dans d'autres domaines de la vie de la Communauté a démontré que de telles harmonisations ne se réalisent que sous la pression de problèmes nouveaux, comme ceux qui ne manqueraient pas de naître lors de la constitution d'un large marché des capitaux à l'échelle européenne. L'élargissement des circuits financiers et l'harmonisation des politiques économiques doivent donc se réaliser parallèlement.

Le développement des mouvements de capitaux sur le plan international appelle une adaptation des instruments de politique économique actuellement mis en œuvre, la renonciation à l'emploi de certains d'entre eux, l'utilisation plus intensive de certains autres, en bref un nouveau dosage dans le choix des techniques et de leurs modalités d'application. En revanche, il est apparu que les objectifs des politiques de contrôle de la demande globale et de régulation du marché financier, de stimulation de l'épargne et d'orientation des investissements et finalement des politiques de financement des administrations et des entreprises publiques ne seraient aucunement remis en cause par le développement d'un marché européen des capitaux.

LES POLITIQUES DE CONTRÔLE DE LA DEMANDE MONÉTAIRE GLOBALE ET DE RÉGULATION DU MARCHÉ FINANCIER

Introduction

1. Le développement d'un marché européen des capitaux suppose une refonte des réglementations qui, en raison des restrictions et des discriminations qu'elles comportent, s'opposent aux mouvements de capitaux ou y introduisent des distorsions. Il implique en outre que les circuits à travers lesquels s'effectuent ces déplacements soient développés et améliorés. Quelles que soient ses modalités, ce processus entraînera une indépendance accrue des choix de financement des entreprises en raison de la possibilité qui leur serait ainsi ouverte de recourir aux marchés des capitaux des autres pays membres au cas où les sources de financement intérieures feraient défaut ou s'avèreraient comparativement plus onéreuses.

2. Malgré les progrès réalisés au cours des années précédentes, il existe toujours, sur la plupart des marchés, des entraves aux mouvements de capitaux et des dispositions discriminatoires dont le maintien est expliqué le plus souvent par des raisons de politique économique. Dans le présent chapitre, le groupe d'experts s'est attaché à dégager la nature exacte des problèmes qu'une totale liberté de circulation des capitaux pourrait poser pour ces politiques, lorsqu'elles sont conçues et appliquées dans le seul cadre national. Après avoir mis en évidence les limites en question, il a recherché quelles améliorations et adaptations il serait possible et souhaitable d'introduire dans les interventions des responsables des politiques monétaire et financière pour qu'elles conservent leur efficacité dans le contexte d'un marché intégré. C'est exclusivement sous cet aspect que doivent être considérés les développements consacrés à cet ensemble de problèmes par le groupe d'experts.

Les champs respectifs des politiques de contrôle du crédit, de maintien de l'équilibre de la balance des paiements et de régulation du marché financier se recoupent largement. Ceci est particulièrement vrai pour les deux premières : dans le plan suivi ci-après, leur étude est en conséquence regroupée dans une première section consacrée au contrôle de la demande monétaire globale, tandis qu'une deuxième section examine le rôle des pouvoirs publics sur le marché financier.

I. Les politiques de contrôle de la demande monétaire globale

A. LE NOUVEAU CONTEXTE DE LA POLITIQUE CONJONCTURELLE

3. Le processus d'intégration des économies des Etats membres a accru progressivement l'interdépendance de leurs évolutions conjoncturelles. Si la suppression graduelle des obstacles s'opposant au libre-échange des marchandises, des services et de la main-d'œuvre a ainsi réduit considérablement la probabilité de développements

conjoncturels divergents, elle n'exclut pas pour autant la possibilité de déphasages entre les diverses situations. De tels déphasages peuvent être particulièrement accentués tant qu'une coordination insuffisante des politiques économiques laissera aux Etats membres le pouvoir de prendre isolément des mesures susceptibles d'avoir une incidence sur la conjoncture, cependant que l'extension des échanges intracommunautaires rend chaque économie toujours plus directement sensible à l'évolution que connaissent ses voisines.

L'interdépendance des économies pourra tendre d'elle-même à faciliter la résorption d'éventuels déséquilibres. C'est ainsi qu'en 1965, l'excès de la demande intérieure aux Pays-Bas et en Allemagne a pu être largement satisfait grâce à une augmentation des importations en provenance des autres Etats membres : pour l'Italie et pour la France, dont l'activité économique connaissait alors un certain ralentissement, cet accroissement des ventes aux autres partenaires a par ailleurs constitué un facteur positif de reprise.

On a pu aussi assister cependant à une exportation de déséquilibres : tel a été le cas en 1963 où, en raison des tensions inflationnistes que connaissaient leurs économies, la France et l'Italie ont vu leurs balances commerciales se détériorer rapidement, cependant que de ce fait, l'UEBL et l'Allemagne qui avaient jusqu'alors sauvé leur stabilité enregistraient presque un doublement du solde positif de leurs balances commerciales intracommunautaires, avec un risque évident de propagation de ces tensions inflationnistes.

Il apparaît donc qu'au stade actuel les déphasages conjoncturels ne sont pas sans poser un problème lié au fait que la diversité des situations pourra, à certains moments, exiger dans les divers pays des mesures de correction relativement contradictoires. Il s'agit dès lors de rechercher si les moyens mis en œuvre pour contrôler la demande globale et l'amener au niveau jugé souhaitable demeurent utilisables dans un régime où la liberté des mouvements de capitaux accroît l'autonomie de cette demande. Le problème se pose avec une particulière acuité lorsque les moyens en question relèvent de la politique du crédit.

4. La crainte de voir un afflux de capitaux étrangers remettre en cause les résultats d'une action restrictive sur l'offre et/ou la demande de crédits a d'ailleurs longtemps été avancée comme pouvant justifier le maintien d'entraves à la liberté de déplacement des capitaux. Certes, on songe ici aux capitaux à court terme qui n'ont pas été au centre des préoccupations du groupe d'experts; cependant on justifie souvent même les restrictions imposées aux mouvements de capitaux à moyen et à long terme en raison des nécessités de la politique de contrôle du crédit.

Les déplacements de capitaux seraient sans doute moins préoccupants pour les autorités monétaires, si les données économiques de base qui peuvent les déterminer étaient moins dissemblables dans les Etats membres. Elles se ressentent en effet plus ou moins fortement de la diversité des interventions des pouvoirs publics, de la différence des structures institutionnelles, de la divergence des fiscalités. Les éventuels décalages entre les niveaux et les structures des taux d'intérêt ont également pour origine des différences de méthode dans les interventions visant au contrôle de la demande monétaire globale. Dans une large mesure, ces particularités nationales se réduiront ou disparaîtront au cours du processus d'intégration : il faudra néanmoins

procéder aussi à des aménagements dans les politiques de pouvoirs publics, aménagements qui font l'objet de suggestions présentées par le groupe dans la suite du rapport. On pourrait ainsi réduire le rôle des facteurs extra-économiques en matière de mouvements de capitaux et rapprocher les données économiques de base. L'un des arguments invoqués en faveur du maintien de certaines limitations aux mouvements de capitaux perdrait ainsi de son importance.

Néanmoins, tant que ces conditions n'auront pas été remplies, on ne peut pas ignorer le souci des autorités monétaires de voir certains mouvements de capitaux contrarier les objectifs poursuivis en matière de politique monétaire.

5. D'ores et déjà, malgré les limitations qui subsistent, les opérations financières internationales se sont considérablement développées. Qu'ils concernent des investissements de portefeuille, qu'ils s'effectuent à travers des crédits directs sur le marché de l'euro-dollar, ou encore qu'ils se greffent sur des crédits commerciaux sous la forme de « leads and lags », les mouvements de capitaux sont déjà en mesure de compromettre les résultats d'une politique restrictive de la demande agissant uniquement par le biais du crédit.

L'influence réciproque qui s'exerce, à travers des opérations d'arbitrage entre les marchés nationaux des capitaux et le marché des euro-émissions, sur la diffusion internationale des mouvements de taux d'intérêt et tout particulièrement l'interdépendance en matière de crédit à court terme entre les conditions des divers marchés et celles prévalant sur le marché de l'euro-dollar, mettent clairement en évidence en effet le degré déjà atteint par l'intégration financière. Les mouvements de capitaux sont directement liés à la multiplication des échanges entre les économies. Les restreindre en vue de rendre aux autorités monétaires le contrôle de la liquidité interne supprimerait non seulement une remise en cause des mesures de libération prises en matière financière, mais encore un rétablissement difficilement concevable des restrictions aux transactions courantes.

6. La progression de l'intégration économique et financière entre les Etats membres a fortement réduit le domaine d'action des politiques monétaires nationales. Cette limitation est plus sensible dans certaines situations que dans d'autres. Elle se manifeste particulièrement lorsque des Etats membres se voient amenés par des développements conjoncturels différents à suivre des politiques de contrôle du crédit qui divergent dans leurs grandes lignes. On peut donc s'interroger sur l'utilité du maintien de restrictions partielles à la liberté de mouvement des capitaux.

Ce maintien pourrait paraître justifié s'il permettait — à travers des restrictions de crédit appliquées dans le cadre national — d'empêcher plus efficacement la naissance de divergences importantes dans l'évolution conjoncturelle des Etats membres. Dans ce cas, on pourrait en effet estimer qu'une évolution plus harmonieuse des économies de la Communauté est plus importante pour le progrès et le fonctionnement du Marché commun que l'élimination des restrictions toujours en vigueur pour certaines catégories de mouvements de capitaux.

Le groupe n'ignore pas que des restrictions aux mouvements de capitaux peuvent avoir été parfois utiles à cet égard. Toutefois, les expériences des dernières années

peuvent faire douter que l'on ait pu réellement élargir de façon substantielle le champ d'action de la politique monétaire. Il en sera ainsi de plus en plus avec la réalisation progressive du Marché commun.

En effet, avec le progrès de l'interconnexion des marchés pour les biens et les services, avec la libre circulation des personnes et la liberté d'établissement, l'évolution économique qui se manifestera dans chaque Etat membre se répercutera plus rapidement que dans le passé sur les pays partenaires. La libération complète de la circulation des capitaux ne pourra donc guère, pour sa part, accélérer la transmission des déséquilibres. Le maintien des restrictions ne pourrait non plus permettre d'isoler suffisamment la politique monétaire des influences extérieures. Etant donné cette évolution prévisible, et qui peut être constatée en partie dès aujourd'hui, il serait donc nécessaire de toute manière de concerter étroitement les mesures de politique conjoncturelle et monétaire : ce serait la seule façon d'empêcher à un stade précoce que des déséquilibres ne s'étendent aux autres Etats membres. Dans le passé, ces mesures étaient prises dans un cadre national et souvent lorsque des problèmes sérieux s'étaient déjà manifestés. C'est dans de telles circonstances que les mouvements de capitaux ont posé des problèmes pour la politique du crédit.

7. Au total, la libre circulation des capitaux modifierait seulement certaines des conditions générales des politiques d'équilibre, qu'en tout état de cause le développement du Marché commun a déjà profondément transformées. Le groupe d'experts s'est attaché ci-après à dégager les limites spécifiques qui en découleraient pour la politique monétaire et les adaptations qui s'avèrent en conséquence nécessaires au double niveau du choix des instruments de la politique conjoncturelle et des conditions de mise en œuvre de cette dernière.

B. L'EFFICACITÉ DES INSTRUMENTS DE CONTRÔLE DU CRÉDIT DANS UN MARCHÉ INTÉGRÉ

8. Dans les pays membres de la Communauté, la politique de contrôle de la demande monétaire globale combine en général une action sur la demande de crédits — à travers une modification des taux d'intérêt — et une action sur l'offre de crédits — par un resserrement de la liquidité des banques ou par une limitation directe du volume des prêts qu'elles peuvent accorder. Avec le processus d'intégration des marchés des capitaux et en l'absence d'une autorité monétaire commune, les conditions d'exercice de la politique du crédit se transforment graduellement : on se trouve en effet dans une situation contradictoire où les pouvoirs monétaires continuent à être exercés par les instances nationales, alors que les moyens de financement que l'on cherche à contrôler ont la possibilité de se déplacer de plus en plus aisément et tout spécialement dans l'espace communautaire.

9. En effet, les demandeurs de crédit pourraient faire appel à des sources de financement étrangères, en particulier si les taux d'intérêt exigés étaient plus favorables que ceux des marchés monétaires et financiers nationaux. Or, un resserrement de l'offre intérieure, résultant de mesures de politique monétaire, s'accompagnera normalement d'une tendance à la hausse des intérêts. Elle constituera donc une incitation supplémentaire à la recherche de crédits à l'étranger.

Il est vrai que ce resserrement de l'offre pourrait parfois être obtenu, bien que jusqu'à un certain point seulement, sans déterminer une hausse des taux d'intérêt. Les banques demandent généralement à leurs clients un intérêt plus ou moins étroitement lié au taux d'escompte de l'institut d'émission : si ce dernier limite les possibilités de crédit du système bancaire, sans relever simultanément le taux d'escompte, cela peut sans doute avoir pour effet de raréfier le crédit, mais sans le rendre plus onéreux. Lorsque des réglementations officielles ou des usages bancaires établissent une relation fixe entre les intérêt débiteurs maximaux exigés de la clientèle et le taux d'escompte, les banques peuvent certes rester en-dessous des maximums ainsi établis, mais, le plus souvent, elles demanderont des taux maximaux à la plupart de leurs clients, petits et moyens. Dès lors, en cas de resserrement de la liquidité bancaire ou de limitation directe des crédits, les bénéficiaires dont on exigeait déjà des taux maximaux n'auront pas à supporter un relèvement des taux, mais il est vraisemblable par contre qu'une réduction des ouvertures de crédit sera enregistrée. En définitive, dans ce cas aussi, — bien que des considérations de coût ne jouent pas en ce sens, puisque la hausse des taux internes est bloquée, — les demandeurs de crédit pourront être amenés à s'adresser à l'étranger.

Il y a d'ailleurs lieu de remarquer que la limitation quantitative de l'offre de crédits ne peut qu'entraîner un relèvement du loyer de l'argent au bout d'un certain délai. Le plus souvent, il n'est un effet qu'imparfaitement possible, et seulement pendant une période transitoire, d'établir une séparation entre la politique des taux d'intérêt et les politiques de limitation des liquidités ou de plafonnement des crédits. Dans tous les cas, ces dernières doivent normalement inciter les banques à reviser les conditions qu'elles consentaient précédemment à leurs clients.

Ainsi, quoique avec des délais et une ampleur variable, les restrictions de crédit renforceront la tendance à satisfaire les demandes de fonds par un appel aux sources étrangères de capitaux — et ceci que les restrictions précédentes soient recherchées à travers une action sur les taux, la liquidité bancaire ou le volume des prêts.

10. Certes, tout emprunteur n'a pas facilement recours aux marchés étrangers; ceux-ci ne sont normalement d'un accès aisé que pour les grandes entreprises. Par suite, lorsque le renchérissement du crédit à l'intérieur affecte d'abord les petites et moyennes entreprises et que la limitation des liquidités ou du volume des crédits conduit en premier lieu à restreindre ou à freiner le développement des prêts à des catégories d'emprunteurs, il semble possible, sinon d'éviter, du moins de contenir dans d'assez étroites limites les importations de capitaux. Le plus souvent, les banques seront en effet incitées à répondre en priorité aux besoins de leurs principaux clients, de crainte de voir ces derniers recourir à des concurrents étrangers.

Mais ces données elles-mêmes tendent à se modifier. Tout d'abord, avec les progrès de l'intégration, les entreprises sont appelées à développer leurs relations d'affaires dans d'autres Etats membres, de telle sorte qu'elles pourront non seulement se soustraire aux restrictions intérieures de crédit en faisant un usage accru des crédits commerciaux, mais aussi se ménager un accès direct aux établissements de crédit étrangers. Agissant dans le même sens, certains autres procédés qui ont déjà pu être observés dans le passé tendent à se développer. C'est ainsi que certaines entreprises qui, normalement, ne pourraient que difficilement avoir accès aux sources étrangères de financement peuvent cependant y recourir par l'intermédiaire d'une banque avec la-

quelle elles entretiennent des relations suivies : si, en raison de la situation de ses liquidités, celle-ci n'est plus en mesure de satisfaire sa clientèle, elle peut en effet amener une banque étrangère à accorder des crédits en constituant en contrepartie une caution qui n'affecte pas ses liquidités. Lorsque l'institut d'émission applique une politique de resserrement des liquidités, cette possibilité offre aux banques le moyen de procurer des fonds à leur clientèle et d'éviter de perdre une partie de cette dernière au bénéfice de concurrents éventuels. Ces pratiques, qui peuvent n'être d'abord considérées que comme des expédients de caractère transitoire peuvent aussi donner naissance à des relations financières durables entre les bénéficiaires des crédits — même s'ils sont d'importance moyenne — et certaines banques étrangères.

11. Chez les grandes entreprises qui entretiennent de multiples relations économiques et financières avec l'étranger, il suffit souvent d'une légère détérioration des conditions du crédit sur le plan intérieur pour qu'elles fassent appel à des marchés extérieurs. Bien que d'une manière générale, il existe relativement peu d'entreprises qui s'adressent directement à l'étranger en période de resserrement du crédit, leur comportement peut avoir une incidence quantitative considérable sur la liquidité des entreprises et des banques. En échappant aux limitations quantitatives du crédit, elles peuvent influencer sensiblement l'efficacité de la politique de l'institut d'émission en matière d'intérêts et de liquidités bancaires.

12. En régime de libre circulation des capitaux, les conditions du contrôle de la liquidité peuvent encore se trouver modifiées par une autre voie. La politique de l'institut d'émission contribue en effet dans la plupart des pays à déterminer les conditions du marché des capitaux à long terme et, en règle générale, son influence est particulièrement marquée lorsque, en plus du crédit commercial ordinaire, les banques procèdent à des placements en valeurs mobilières ou accordent des prêts à long terme. Toutes choses restant égales par ailleurs, un resserrement de leurs liquidités entraînera alors une réduction de ces opérations et, par voie de conséquence, une hausse des taux d'intérêt sur le marché des capitaux. Notamment à travers des opérations sur titres, des importations de capitaux pourront alors survenir, qui tendront à accroître les liquidités bancaires et à freiner la hausse des taux.

13. Il faut enfin s'attendre à ce que, en période de restrictions monétaire, les banques se procurent elles-mêmes directement des ressources liquides à l'étranger. Pour ce faire, elles pourront procéder à des rapatriements d'avoirs jusqu'alors placés sur les marchés monétaires extérieurs ou contracter directement des emprunts auprès d'établissements de crédit étrangers.

Elles seront d'autant plus encouragées à procéder à de telles opérations que les taux d'intérêt du marché monétaire auront eux-mêmes tendance à s'élever à la suite du resserrement des liquidités.

14. En conclusion, avec l'intégration des marchés des capitaux, le champ d'efficacité des mesures de contrôle du crédit apparaît de plus en plus largement déterminé par les conditions de financement à l'étranger.

Il ne faudrait cependant pas conclure que les politiques monétaires nationales ont entièrement perdu leur efficacité. En effet, celle-ci demeure lorsque les mesures de politique monétaire ne vont pas à l'encontre des tendances prévalant sur les marchés

étrangers. Même si tel n'est pas le cas et que ces mesures sont contrecarrées par des afflux de capitaux de l'extérieur, elles peuvent néanmoins avoir une efficacité temporaire et limitée dans le domaine du commerce extérieur.

Dans plusieurs pays, la situation conjoncturelle actuelle ouvre aux instituts d'émission des possibilités d'intervention relativement larges qui découlent, d'une part, de l'existence de déficits de la balance des opérations courantes, d'autre part, de conditions de financement qui — par une politique délibérée ou par suite d'une « contagion » internationale — tendent à s'aligner sur les principaux marchés monétaires et financiers étrangers.

Il demeure qu'au cours des dernières années, une telle situation a été plutôt exceptionnelle dans les pays membres et que le retour de conjonctures où la politique de l'institut d'émission serait d'une efficacité réduite est possible sinon probable. Certes, à long terme, les progrès de l'intégration ainsi que la fixation graduelle d'objectifs communautaires aux politiques économiques rendront de plus en plus rares des déphasages accentués entre les conjonctures nationales. Aussi peut-on s'attendre à une diminution des sources de contradiction entre les politiques monétaires des pays membres : de plus, au sein de l'ensemble économique plus vaste que représentera la Communauté, une politique monétaire coordonnée pourrait être plus efficace que dans les conditions actuelles.

Les principaux problèmes se poseront donc durant une période de transition où des différences d'évolution seront inévitablement enregistrées. C'est vers la solution de ces problèmes qu'il convient maintenant de porter l'attention.

C. LE DOSAGE DES INTERVENTIONS DE POLITIQUE CONJONCTURELLE

15. Trois conditions s'imposent, selon le groupe d'experts, pour conserver aux politiques de contrôle de la demande monétaire globale l'efficacité voulue dans le cadre d'un marché intégré des capitaux à l'échelle européenne. La première condition concerne la rapidité des interventions à mettre en œuvre. Les deuxième et troisième conditions concernent par contre le dosage des divers instruments employés, d'une part, dans le sens d'un emploi plus diversifié et plus systématique de l'instrument budgétaire, d'autre part, dans le sens d'un choix entre les divers instruments de la politique monétaire mettant davantage en valeur ceux qui ne présentent pas les inconvénients que l'on vient d'analyser.

16. Une plus grande rapidité d'intervention conjoncturelle s'impose dans tous les cas : en raison de la perméabilité de chaque économie aux influences en provenance des autres pays membres, tout déséquilibre devrait être réduit dès qu'il apparaît n'être pas accidentel et passager. Les mesures prises en ce sens devraient de même être coordonnées toujours plus étroitement à l'échelon communautaire : lorsque le processus inflationniste a dépassé un certain seuil, des interventions sélectives qui auraient pu être efficaces dans un premier stade sont effet impuissantes à arrêter son développement. L'action correctrice doit alors être d'autant plus énergique qu'elle a été plus longtemps différée et c'est précisément à ce moment que des mouvements inopportuns de capitaux pourraient se développer et venir contrarier les objectifs de la politique

conjoncturelle. Une intervention prompt apparaît d'ailleurs tout aussi nécessaire en raison du fait que les hausses de prix peuvent, en économie ouverte, se diffuser très vite dans l'ensemble des pays membres : au-delà de ses inconvénients d'ordre interne, par la menace immédiate qu'il fait poser sur la stabilité des autres partenaires, un processus inflationniste qui ne serait pas maîtrisé dans des délais assez brefs pourrait donc compromettre et la réalisation des objectifs que s'assigne la Communauté et la cohésion même de cette dernière.

17. Un recours plus intensif que par le passé à l'instrument budgétaire dans le cadre conjoncturel apparaît nécessaire et souhaitable dans la mesure où, simultanément, le besoin d'une correction rapide et rigoureuse des déséquilibres s'affirme, la mise en œuvre de la politique du crédit se voit imposer de nouvelles contraintes, enfin l'utilisation de moyens auxquels il avait été longtemps et largement recouru dans le passé — contingents à l'importation, aides à l'exportation, restrictions de change — se voit, elle aussi, assigner des limites parce que directement en contradiction avec la lettre et l'esprit du traité de Rome. En affinant et en développant l'emploi des instruments de la politique budgétaire, chaque Etat membre pourrait utilement compenser les limitations précédentes et conserver à sa politique de régulation conjoncturelle une efficacité maximale à l'intérieur du cadre que trace le processus d'intégration. Indépendamment des éléments précédents, plusieurs facteurs et raisons militent en ce sens.

Une politique de restriction de la demande qui utilise à titre principal les instruments de politique monétaire n'atteint son objectif qu'à travers une réduction des opérations de crédit du système bancaire. Cette réduction affectera à titre principal le crédit aux entreprises privées, donc les investissements de ces dernières. Dans la seule optique de la croissance, il peut déjà paraître contestable d'avoir à peser sur les investissements pour n'atteindre qu'en second lieu — et souvent avec une ampleur insuffisante — la consommation. D'après les analyses du comité de politique économique à moyen terme, il serait nécessaire au cours des prochaines années de contenir l'expansion des dépenses de consommation, mais non celle des dépenses d'investissement. Il semblerait approprié dès lors de rechercher une neutralisation directe d'une partie du pouvoir d'achat du public grâce à des mesures de politique fiscale plutôt qu'à travers des mesures de politique monétaire.

Des recommandations allant dans le sens précédent ont d'ailleurs été formulées à diverses reprises tant par le comité monétaire que par le comité de politique conjoncturelle de la CEE. Ceux-ci ont souligné que l'instrument budgétaire n'a pas toujours été employé avec toute l'ampleur voulue et, de ce fait, la recherche des ajustements a dû reposer pour l'essentiel sur des restrictions de crédit.

18. Du point de vue spécifique de l'intégration des marchés de capitaux, une action directe sur la dépense globale risque moins que des restrictions de crédit, d'induire un afflux de capitaux étrangers. La politique fiscale a effectivement trop peu d'influence sur les conditions de financement pour provoquer un tel afflux. Le contraire peut même se produire lorsque les pouvoirs publics financent par l'accroissement de leurs recettes fiscales une part plus importante de leurs propres investissements et, en conséquence, peuvent limiter leur demande d'épargne privée sur les marchés monétaires et financiers. Du point de vue de la circulation internationale des capitaux, il y aurait donc nettement lieu de préférer cet instrument de politique budgétaire aux mesures monétaires.

A d'autres égards également, la politique budgétaire offre une base appropriée aux mesures capables d'influencer la demande globale sans exercer de répercussions sur les mouvements des capitaux. C'est ainsi qu'en fonction de la politique conjoncturelle, au lieu d'aggraver leurs conditions de financement, on peut agir efficacement sur les investissements privés en modifiant leurs possibilités d'amortissement.

19. Si un recours plus étendu à la politique budgétaire pour régulariser l'évolution conjoncturelle apparaît souhaitable, divers obstacles doivent cependant être surmontés. Les plus importants sont d'ordre politique et résident entre autres en la crainte de certains partenaires sociaux de voir modifiée durablement la répartition de la charge fiscale à l'occasion de mesures présentées comme temporaires et justifiées par la situation de la conjoncture.

Même si ces obstacles politiques étaient résolus, demeurerait encore des obstacles de nature technique. Ceux-ci, étroitement liés aux premiers d'ailleurs, proviennent d'abord de la lourdeur habituelle des procédures fiscales et budgétaires. À cet égard, il serait hautement souhaitable que les pouvoirs publics se voient reconnaître la faculté de faire varier certains taux d'imposition dans le domaine de la fiscalité directe et indirecte ainsi que les modalités d'amortissement permises aux entreprises, en fonction des nécessités conjoncturelles. Une telle faculté, se situant bien entendu à l'intérieur de limites précises déterminées par les parlements, existe déjà dans certains pays tiers et reçoit une considération de plus en plus attentive au sein de la Communauté.

D'autres problèmes découlent de l'augmentation régulière des dépenses de consommation et de transfert : l'automatisme très généralement acceptée de leur accroissement réduit la marge de manoeuvre des autorités et les obligent à concentrer leur action sur les dépenses d'investissement. Le groupe d'experts estime sur ce point qu'une utilisation à la fois efficace et équilibrée de l'instrument budgétaire requiert l'acceptation d'une plus grande flexibilité dans l'évolution des dépenses courantes : on pourrait sinon aboutir à sacrifier les fondements de la croissance ultérieure aux impératifs immédiats de la régulation de l'économie.

20. L'importance qu'acquiert l'instrument budgétaire dans le contexte de l'intégration économique ne signifie cependant pas que la réduction des déséquilibres puisse et doive reposer exclusivement sur son emploi. Bien qu'il soit souhaitable de ne plus fonder sur elle seule l'action anti-conjoncturelle, la politique du crédit conserve une fonction essentielle. Il importera toujours de recourir aux divers instruments en les combinant de manière à ce qu'ils contribuent, d'une part, à atténuer les fluctuations conjoncturelles et, d'autre part, à freiner autant que possible les perturbations pouvant émaner de la balance des paiements, notamment en raison de mouvements de capitaux. Dans le cadre de ces objectifs, il peut parfaitement s'avérer utile et nécessaire, dans certaines conjonctures, de mettre l'accent sur les instruments de politique du crédit et, dans d'autres, sur les instruments de politique budgétaire. Mais même dans ce dernier cas, il pourra souvent être nécessaire d'étayer les mesures de politique budgétaire par des mesures de politique monétaire.

21. Le rôle de cette politique est incontesté lorsqu'il s'agit de s'opposer à des fluctuations indésirables dans les paiements avec l'étranger. Certes, l'utilisation unilatérale des instruments des politiques de contrôle du crédit peut provoquer dans de nombreux cas des mouvements de capitaux ne correspondant pas aux objectifs de la poli-

tique conjoncturelle; il existe, d'autre part, des cas où la politique du crédit et notamment celle des taux d'intérêt permet d'orienter des courants de capitaux dans une direction déterminée. On peut même avoir parfaitement intérêt à atténuer des déséquilibres passagers et transitoires dans la balance des paiements en provoquant des mouvements de capitaux en sens opposé, de manière à ce que les effets de ces déséquilibres sur la liquidité ne se répercutent pas sur l'économie intérieure.

Les instruments à mettre en œuvre dans de tels cas dépendront de l'origine des déséquilibres qui se produisent dans les mouvements de capitaux. Une politique qui admettrait des fluctuations dans les réserves de change dans des limites plus amples qu'actuellement semble se recommander pour les pays enregistrant un déficit en compte capital. Les pays désireux de neutraliser, par contre, les effets de rentrées temporaires de capitaux sur le volume des liquidités internes pourraient procéder à des opérations d'open market et surtout favoriser les placements bancaires à l'étranger, comme cela a été la pratique dans plusieurs pays de la Communauté au cours des années récentes.

Si de tels mouvements de capitaux devaient prendre trop d'ampleur, une coopération organisée entre les pays partenaires devrait permettre de ne pas revenir sur l'intégration déjà acquise. Une telle forme de coopération pourrait consister en un recours plus large sur le plan international aux pratiques que l'on vient de rappeler et qui s'apparentent étroitement aux opérations d'open market.

22. De manière plus générale, les interventions de politique monétaire devraient être subordonnées à certaines conditions concernant le choix des instruments, c'est-à-dire agir plus directement que par le passé sur la consommation plutôt que sur les investissements.

L'action sur le crédit aux entreprises ne doit pas être exclue pour autant, mais ne doit pas mettre en danger les objectifs de croissance. Par ailleurs, l'action sur le crédit à la consommation, qui aboutit à restreindre ou au contraire à accroître la demande sans altérer directement l'équilibre du marché du crédit, ne comporte pas d'effets seconds négatifs. En conséquence, de l'avis du groupe, son utilisation dans des buts de stabilisation devrait être plus fréquente.

En tout état de cause, un rapprochement des conditions d'exercice des politiques de contrôle du crédit s'impose dans la mesure où certains écarts existant entre taux d'intérêt constatés dans les pays membres et présentant apparemment un caractère structurel ont en fait pour origine une utilisation différente des divers instruments disponibles. Certains États membres — Belgique, Pays-Bas, Allemagne — recourent de manière relativement plus fréquente à l'instrument du taux d'escompte, tandis que d'autres, comme la France ou l'Italie, agissent plus souvent directement sur le volume des crédits offerts aux entreprises. Il peut en résulter une incitation à des transferts de capitaux.

Des problèmes du même ordre peuvent s'attacher à l'emploi de réserves obligatoires : alors que dans certains cas — en France et en Italie par exemple — les ressources bancaires immobilisées sont assorties d'un intérêt, dans d'autres — les Pays-Bas, l'Allemagne, la Belgique (pour une partie d'entre elles seulement) — elles ne portent

aucun intérêt. De plus, l'importance de ces réserves et la manière dont elles sont constituées diffèrent. De ces différences peuvent découler des décalages entre les taux d'intérêt débiteurs et créditeurs.

Enfin, les réglementations parfois très divergentes appliquées à ces taux d'intérêt débiteurs et créditeurs peuvent également être une cause d'écarts entre les taux n'ayant aucun lien avec des différences dans l'évolution de la conjoncture. Dans certains pays membres, tels les Pays-Bas ou la Belgique, la formation des taux d'intérêt est entièrement ou largement libre, cette liberté n'étant limitée que par les usages bancaires qui rattachent l'évolution des taux à celle du taux d'escompte officiel. En Belgique, il existe toutefois la possibilité d'introduire des taux maximaux pour les intérêts débiteurs. Dans les autres Etats membres, ou la liberté de fixer les intérêts créditeurs est limitée, tandis que les intérêts débiteurs sont strictement tenus de ne pas dépasser certains maximums (Allemagne), ou les intérêts créditeurs sont réglementés, à l'inverse des intérêts débiteurs qui sont libres (France), ou enfin les deux catégories de taux font l'objet d'accords interbancaires, des taux minimaux étant fixés aux intérêts débiteurs (Italie).

Bien qu'un examen détaillé de ces problèmes et de leurs aspects techniques ne relève pas de ce rapport, le groupe estime qu'une coordination accrue des politiques du crédit et une coopération toujours plus étroite des instituts d'émission sont nécessaires et qu'elles devraient aboutir à harmoniser, d'une part, les divers instruments d'intervention sur le crédit, d'autre part, les réglementations relatives aux taux d'intérêt.

CONCLUSIONS

23. L'examen des nouvelles circonstances qui conditionnent les politiques de régulation de la demande monétaire globale a fait apparaître des transformations profondes dont l'origine réside dans l'intensification des échanges commerciaux et financiers internationaux : le développement d'un marché européen des capitaux ne fera qu'accélérer cette évolution. De l'avis du groupe d'experts, il convient d'y faire face en reconsidérant le dosage des instruments de la politique conjoncturelle permettant de sauvegarder les objectifs essentiels de cette politique : la stabilité des prix et de l'emploi et l'équilibre de la balance des paiements. Il apparaît donc que :

1) La possibilité accrue des entreprises d'avoir recours à des sources extérieures de capitaux ainsi que l'interconnexion des marchés déjà réalisée pour les crédits commerciaux à court terme rendent souvent difficile la régulation de la demande monétaire globale par une action sur le volume et le coût du crédit.

2) Les instruments de la politique budgétaire permettraient d'atteindre le même but sans présenter des inconvénients comparables :

— leur action porterait directement sur le volume de la demande globale : ne se concentrant pas sur la demande d'investissement des entreprises, une politique restrictive n'induirait pas automatiquement des mouvements compensatoires de capitaux;

— les administrations publiques devraient introduire plus de flexibilité dans leurs dépenses de consommation et leurs transferts et développer les possibilités d'emploi anti-conjoncturel de leurs programmes d'investissement;

— le pouvoir de faire varier dans certaines limites, à des fins de stabilisation, leurs prélèvements fiscaux directs et indirects et les modalités d'amortissement devrait être reconnu aux pouvoirs publics pour leur permettre d'intervenir avec la rapidité nécessaire.

3) La politique du crédit conserve cependant une fonction essentielle, d'une part, lorsqu'il s'agit de contrecarrer des fluctuations indésirables dans les paiements avec l'étranger, d'autre part, pour contribuer à maîtriser la demande monétaire globale en étayant l'action de politique budgétaire. Il serait opportun dans ce but que l'on donne plus d'importance à des instruments qui agissent directement sur la demande du public (contrôle du crédit à la consommation); d'autre part, toute action efficace en matière monétaire présuppose que soient réduites, par une coordination entre les instituts d'émission, certaines divergences qui subsistent encore dans les conditions d'exercice et les instruments des politiques du crédit dans les divers Etats membres.

II. Les politiques de régulation du marché financier

24. Sur des marchés de capitaux encore cloisonnés, les interventions des pouvoirs publics peuvent viser des objectifs différents. Bien que plusieurs buts soient le plus souvent visés conjointement, il apparaît en général que l'action gouvernementale s'efforce de répondre de façon prioritaire à l'une ou l'autre des préoccupations suivantes : régulariser l'évolution des taux d'intérêt; isoler cette évolution des influences extérieures; orienter, à travers un rationnement de la demande, l'offre de capitaux vers des emplois déterminés. La suppression des cloisonnements rend sans objet certaines de ces préoccupations tandis que, pour d'autres, elle rend nécessaire une adaptation des techniques d'intervention aux nouvelles données d'un marché européen des capitaux.

A. LA RÉGULARISATION DE L'ÉVOLUTION DU MARCHÉ

25. La réduction des fluctuations à court terme des cours sur le marché obligataire figure parmi les objectifs les plus généralement poursuivis. Les interventions faites en ce sens ne visent pas à s'opposer aux tendances de l'évolution à plus long terme; elles portent le plus souvent sur le marché des titres publics. Il s'agit donc surtout de prévenir les déséquilibres pouvant accompagner des émissions mal réparties dans le temps et d'amortir les fluctuations brutales pouvant résulter d'une désaffection temporaire des investisseurs.

Des problèmes de stabilisation du marché obligataire ne manqueront pas de se poser aussi lorsque l'intégration des marchés financiers sera réalisée. Leur solution ne devrait soulever alors d'autres difficultés que techniques : si le but n'est pas d'orienter l'offre de capitaux ou d'infléchir délibérément l'évolution générale des cours, mais seulement d'amortir les fluctuations que des émissions désordonnées pourraient provoquer, l'établissement d'un calendrier coordonné des émissions permettrait en effet d'atteindre aisément cet objectif limité.

Un tel aboutissement suppose toutefois que pendant une période de transition certains obstacles aient été surmontés. A priori, la libération progressive des mouvements intracommunautaires de capitaux ne semble pas devoir poser de problèmes particuliers à l'égard d'une politique du type étudié. Sans doute une intensification des échanges financiers ne peut-elle manquer d'infléchir sur chaque marché l'évolution à long terme des taux d'intérêt; mais pour autant qu'elles ne cherchent pas à aller à l'encontre de cette évolution spontanée, les interventions de régularisation apparaissent parfaitement compatibles avec la poursuite de l'intégration. L'introduction de demandes émanant d'émetteurs étrangers dans un système de calendrier consistant à assigner aux emprunts un ordre chronologique ne devrait pas non plus occasionner de difficultés.

Il est nécessaire cependant qu'une harmonisation soit recherchée dans les méthodes par lesquelles les Etats membres visent à influencer l'évolution à court terme des taux d'intérêt sur les marchés. Si la méthode choisie consistait à confier à une instance particulière la tâche d'intervenir directement sur le marché, le groupe d'experts estime que ces interventions devraient être mises en œuvre de façon étroitement concertée.

B. LA RECHERCHE D'UNE ÉVOLUTION AUTONOME

26. Au-delà d'un simple amortissement des fluctuations à court terme des cours des emprunts et des taux d'intérêt, la politique du marché financier peut s'efforcer d'agir sur les taux d'intérêt afin de les maintenir à un niveau jugé conforme aux exigences de l'économie. Dans le passé, un tel résultat a parfois été recherché à travers une réglementation directe des taux et des autres conditions pratiquées sur les marchés obligataires. Cependant, dans l'ensemble des pays membres, ces interventions autoritaires se sont révélées peu efficaces.

Certains Etats ont par ailleurs cherché à isoler le marché financier national des influences extérieures : au lieu d'être exercée directement sur les taux comme précédemment, l'intervention des pouvoirs publics a laissé à une confrontation apparemment libre des offres et des demandes de capitaux le soin de dégager le niveau des taux d'intérêt. Mais, alors que les emprunteurs et les prêteurs nationaux n'étaient soumis à aucune espèce de restriction sur le marché intérieur, l'octroi ou le refus d'autorisations de charge permettait d'agir sur la demande interne de titres étrangers et sur la demande étrangère de capitaux nationaux.

Etant fondées sur le maintien de cloisonnements visant à assurer une évolution autonome des taux d'intérêt nationaux, ces politiques seraient incompatibles avec la réalisation d'un marché financier intégré. Les influences extérieures ne se répercutent pas pleinement dans la mesure où l'arbitrage ne fonctionne pas de façon satisfaisante. D'ores et déjà, alors que des obstacles réglementaires subsistent et que les circuits financiers intracommunautaires ne sont encore qu'imparfaitement établis, les déplacements internationaux de capitaux ont atteint un développement suffisant pour ôter toute efficacité à des politiques de cet ordre et renforcer considérablement la tendance à l'égalisation des taux d'intérêt. C'est ainsi que, longtemps maintenus à un niveau très bas par les autorités qui voulaient préserver le marché des influences extérieures, les

taux d'intérêt du marché financier néerlandais se sont portés au niveau international, sous l'effet il est vrai d'une politique restrictive du crédit, mais aussi en raison de l'extension des échanges financiers extérieurs stimulés par le décalage des taux.

Bien que l'interpénétration des marchés financiers tende naturellement à s'accroître, certains Etats membres pourraient n'être pas en mesure de renoncer d'emblée à leurs objectifs nationaux dans le domaine du financement à long terme pour confier à la seule loi du marché l'allocation internationale des moyens de financement. Pendant une période de transition, il apparaîtra nécessaire d'adapter les politiques du marché financier aux progrès déjà réalisés dans la libération des mouvements de capitaux et de préparer les étapes suivantes de l'intégration. Ceci suppose une réduction des interventions directes et, parallèlement, une ouverture ordonnée des marchés nationaux. Sur ce point, le groupe a étudié ci-après, au chapitre 9, les principales procédures (parmi lesquelles la fixation de plafonds, mobiles dans le sens de la hausse, dans les limites desquels les Etats s'engageraient à admettre des émissions de valeurs mobilières étrangères) pouvant permettre de supprimer de manière graduelle les cloisonnements encore existants.

C. L'ORIENTATION DE L'OFFRE DE CAPITAUX

27. Le déséquilibre fondamental souvent constaté sur les marchés européens, c'est-à-dire l'excédent chronique de la demande de capitaux à long terme par rapport à l'offre, est à l'origine de l'intervention de l'Etat pour réserver une partie de cette offre à certains emprunteurs. Une intervention de cet ordre se fonde sur l'idée que, pour une offre donnée, la fonction sélective remplie par le taux d'intérêt peut conduire à des résultats peu satisfaisants et en tout cas non conformes aux conceptions des pouvoirs publics en matière de priorités : seuls les emprunteurs dont les projets présentent un caractère d'urgence particulier se voient en conséquence faciliter l'accès au marché. Ces emprunteurs sont en général de deux types : d'une part, des investisseurs susceptibles d'accroître le capital productif de régions ou de secteurs qui, si l'Etat n'intervenait pas pour canaliser vers eux des ressources de financement, seraient défavorisés par l'allocation des ressources que réalise le marché, d'autre part, des organismes publics.

De manière très générale, les moyens utilisés dans ce but débordent largement les procédés auxquels il peut être recouru dans le cadre d'une politique du marché financier au sens strict. Le groupe d'experts a donc procédé ci-après, aux chapitres 5 et 6, à une étude d'ensemble des politiques d'orientation des investissements et des politiques de financement des administrations et des entreprises publiques dans le contexte de l'intégration recherchée. Il s'est efforcé d'indiquer les instruments qui pourraient dans ce cadre servir aux politiques d'orientation des investissements. Certaines interventions dans le fonctionnement du marché financier peuvent, même dans le nouveau contexte, servir utilement de telles politiques dans la mesure où un contrôle direct de l'accès des émetteurs au marché obligataire effectue une sélection des demandes de capitaux en fonction de critères préalablement définis.

De fait, dans de nombreux cas, l'établissement du calendrier des émissions tiendra compte simultanément de deux impératifs : prévenir, comme on l'a vu, toute fluctuation des cours et des taux d'intérêt et orienter les moyens de financement. L'utilisa-

tion du calendrier à des fins de rationnement de la demande de capitaux a été beaucoup plus largement développée dans certains pays membres que dans d'autres. En France, d'un échelonnement des émissions publiques et privées fondé sur des considérations techniques et réalisé par le « comité du calendrier » du ministère de finances, on est passé progressivement à un système d'autorisations individuelles octroyées par la direction du Trésor, qui tient compte dans chaque cas de l'opportunité économique et financière de l'émission. Le système italien, où intervient le « comitato interministeriale per il credito et per il risparmio » présente des caractéristiques de fonctionnement assez proches de celles du système français.

Dans la mesure où elles tendraient à réserver expressément une partie de l'offre interne de capitaux à des utilisations nationales, de telles pratiques seraient difficilement conciliables avec le fonctionnement correct d'un marché financier européen. La liberté de circulation croissante des moyens de financement à l'intérieur de la Communauté aura d'ailleurs pour conséquence d'ôter aux instruments étudiés sinon leur raison d'être, du moins de leur efficacité. Une politique de rationnement de la demande obligatoire risque d'être mise en échec par la possibilité qu'auraient les entreprises de se procurer à l'étranger les capitaux refusés sur le marché intérieur. Inversement, une partie de l'offre de fonds pourra refuser de se placer sur ce même marché au profit de placements extérieurs.

Il n'en demeure pas moins que, pendant une période de transition, l'intégration effective des marchés financiers pourrait être retardée par le biais de l'établissement de calendriers des émissions. En assignant un rang défavorisé aux émissions étrangères et aux émissions nationales jugées moins urgentes, il deviendrait possible, en pratique, d'une part, de freiner l'ouverture du marché financier national, d'autre part, de continuer à imposer un certain rationnement sélectif à la demande interne de capitaux. La nature des organismes chargés de dresser les calendriers des émissions internationales et nationales et d'assurer l'insertion des premières parmi les secondes, acquiert dès lors une importance de premier plan, de même que les procédures utilisées pour l'établissement des calendriers.

Le groupe d'experts estime que l'établissement des calendriers devrait dans tous les cas s'effectuer sur la base de critères objectifs et n'avoir pour but limitatif que d'éviter les surcharges du marché en coordonnant techniquement l'ensemble des émissions nationales et internationales. La réalisation de telles conditions suppose une réforme des procédures actuellement suivies dans certains pays membres ainsi que l'acceptation par les États d'une certaine mesure de coordination des contrôles qu'ils exercent sur le marché financier. Le groupe s'est attaché, au chapitre 9, à définir les modalités d'une telle coordination.

CONCLUSIONS

28. Les politiques de régulation du marché financier exigent, elles aussi, comme les politiques de contrôle de la demande monétaire globale, certains aménagements au niveau des instruments :

(1) La réduction des fluctuations à court terme provoquées par une mauvaise répartition des émissions dans le temps, par des interventions des autorités sur le marché

et l'établissement d'un « calendrier », ne posera pas de problèmes particuliers, à condition que :

— ces interventions tiennent compte de l'influence exercée sur l'évolution des taux par les développements dans les autres marchés financiers;

— l'appel au marché de la part d'émetteurs étrangers s'insère de façon non discriminatoire dans le calendrier.

(2) Le but, parfois poursuivi dans le passé, de s'opposer à des tendances à long terme des taux d'intérêt, en isolant des influences extérieures l'offre et la demande de capitaux sur le marché national, apparaît contradictoire avec le concept même d'un marché européen des capitaux. La suppression des cloisonnements encore existants, dont l'efficacité à l'égard de cet objectif est désormais très réduite, semble donc s'imposer.

(3) L'orientation de l'offre de capitaux dans le but de faciliter le financement d'investissements considérés comme prioritaires, notamment dans l'établissement du calendrier des émissions, pourrait céder le pas à d'autres instruments également efficaces qui visent à stimuler la demande d'investissement dans des régions et secteurs déterminés, tout en facilitant le financement des moyens qui ne comportent pas un rationnement de l'offre.

LES POLITIQUES DE STIMULATION DE L'ÉPARGNE ET D'ORIENTATION DES INVESTISSEMENTS

Introduction

1. La rencontre de l'offre et de la demande de capitaux ne se réalise dans aucun des Etats membres dans des « conditions de marché » au sens traditionnel du mot. Avant même qu'elles puissent se manifester sur le marché, cette offre et cette demande sont infléchies par les pouvoirs publics à travers l'encouragement sélectif de certains types de placements et par une mobilisation prioritaire de l'épargne nationale en faveur de secteurs et de régions particuliers. Ces interventions, nées pour répondre à des besoins déterminés, ont été à l'origine de la formation de certains circuits de financement privilégiés, lesquels n'ont d'ailleurs pas la même extension ni le même caractère dans les divers Etats membres. Particulièrement évident dans le cas où il s'agit de réunir les moyens de financement nécessaires à la réalisation des investissements de l'Etat ou des entreprises publiques — comme on le verra au chapitre suivant — ce phénomène n'en revêt pas moins une grande importance dans la détermination des conditions de financement des investissements des autres secteurs de l'économie.

2. Les objectifs et les instruments des politiques de stimulation de l'épargne et d'orientation des investissements n'ont pas une ampleur ni un caractère nécessairement identiques dans les Etats membres; de ce fait, l'adaptation des structures financières dans le cadre du développement d'un marché européen des capitaux pourrait se heurter à des obstacles, ceci d'autant plus que l'application des mesures de stimulation et d'orientation n'a été conçue que dans un cadre étroitement national.

3. Il serait sans doute peu réaliste de vouloir éliminer des obstacles qui ont leur origine dans la diversité des interventions des pouvoirs publics en remettant en cause les objectifs mêmes de ces interventions. C'est pourquoi, dans le présent chapitre, l'on s'est attaché plutôt à rechercher les instruments permettant la poursuite des politiques de structure menées par les Etats membres sans pour autant faire obstacle à un élargissement des circuits de financement au cadre communautaire. Pour un secteur déterminé, celui de la construction de logements, les instruments utilisés recourent sur un certain nombre de points ceux employés de manière générale pour orienter les investissements privés. Cependant, les modalités de l'intervention gouvernementale présentent un caractère spécifique qui a paru justifier une analyse séparée (voir chap. 8).

4. Dans le présent chapitre sont donc analysés les instruments financiers habituellement utilisés pour encourager l'épargne et pour canaliser une partie des investissements privés vers certains secteurs ou régions.

Dans une première section seront examinés — sur un plan général puis au niveau de chaque Etat membre — les objectifs et les instruments des politiques de l'épargne et des investissements.

Dans la seconde section, le groupe d'experts a étudié :

— en premier lieu, l'adaptation des mesures d'encouragement à l'épargne;

- en second lieu, l'aménagement des méthodes d'orientation des investissements;
- en troisième lieu, les modalités d'intervention des institutions financières communautaires en matière d'orientation des investissements.

I. La stimulation sélective de l'épargne et des investissements

A. OBJECTIFS ET INSTRUMENTS

A) L'ENCOURAGEMENT À L'ÉPARGNE

5. Les mesures d'encouragement peuvent contribuer à la réalisation d'objectifs de politique sociale, viser à améliorer la structure du financement à long terme, voire découler de préoccupations conjoncturelles. Dans le premier cas, des stimulants sont utilisés pour développer l'épargne de certains groupes socio-professionnels (salariés, fonctionnaires) et, plus généralement, des couches de la population à revenu modeste. Dans le second cas, on s'attache plus particulièrement à favoriser l'affectation des épargnes liquides à des placements de plus longue durée. Moins importantes dans la mesure où elles ne relèvent pas d'une politique durable mais répondent à des problèmes conjoncturels occasionnels, certaines décisions propres à stimuler l'épargne des ménages ont enfin pu s'insérer dans une politique des revenus : des augmentations de revenu apparaissant inévitables mais risquant par ailleurs d'aboutir à une expansion inopportune de la consommation, les pouvoirs publics peuvent en rechercher la stérilisation temporaire par un accroissement des avoirs d'épargne.

6. Une politique de stimulation de l'épargne financière des ménages privilégie le plus souvent des placements déterminés : achat de valeurs mobilières, dépôt à terme auprès d'un intermédiaire financier, souscription à une police d'assurance vie, etc. Les stimulants utilisés sont variés :

- avantages fiscaux (soit que les sommes épargnées puissent être déduites du revenu imposable, soit que le produit du placement de l'épargne soit exonéré de l'impôt sur le revenu);
- primes en capital;
- taux d'intérêt préférentiels;
- cession de valeurs mobilières dans des conditions aptes à en favoriser le placement auprès des petits épargnants (Volksaktien);
- versements complémentaires des employeurs dans le cadre de formules d'épargne liées au contrat de travail.

Ces avantages sont habituellement assortis de modalités techniques et de conditions — délais de blocage de l'épargne, plafond individuel pour les avantages, plafond de revenu pour l'épargnant — destinées à limiter le coût financier de l'opération et à en restreindre le bénéfice à des couches sociales déterminées.

7. En ce qui concerne le niveau global de l'épargne, l'effet des mesures de stimulation paraît jusqu'à présent limité. Un accroissement important de la pension à

l'épargne supposerait en effet le plus souvent une augmentation des rendements incompatible avec l'objectif de mettre à la disposition des emprunteurs des moyens additionnels de financement d'un coût modéré. Sur le plan technique, des mesures de stimulation de l'épargne peuvent, au moment de leur introduction, obtenir des résultats sur le plan global; cependant, une fois terminée la période de blocage requise, l'utilité de l'encouragement à de telles épargnes apparaît douteuse. Il est nécessaire enfin de tenir compte des effets négatifs que la mobilisation par l'Etat des fonds nécessaires au financement de sa politique d'encouragement (ou le renoncement à certaines rentrées fiscales) a sur le niveau des taux d'intérêt ou sur la formation d'épargne du secteur public.

En ce qui concerne la répartition de l'épargne, en revanche, l'efficacité des mesures de stimulation paraît plus certaine. L'octroi d'avantages à tel ou tel type de placement entraîne à terme une modification de la structure de l'épargne financière des ménages. Aussi, lorsque l'action des pouvoirs publics se concentre sur des formes de placements différentes de pays à pays, le problème de la coexistence de ces stimulants au sein d'un marché intégré se trouve posé.

B) L'ORIENTATION DES INVESTISSEMENTS

8. Tous les Etats membres pratiquent une politique d'orientation des investissements vers certains secteurs d'activité ou régions, et d'encouragement de certaines catégories de producteurs (petites et moyennes entreprises, artisans).

9. Les moyens utilisés par les pouvoirs publics pour orienter les investissements peuvent être indirects. Il convient de rappeler sur ce point l'importance particulière des investissements publics d'infrastructure qui conditionnent le développement ultérieur des investissements directement productifs. De même, les commandes publiques peuvent jouer un rôle non négligeable en favorisant l'expansion de certaines branches industrielles.

Cependant, les instruments employés à titre principal sont de nature financière. Les plus usuels font intervenir les mécanismes du crédit et consistent :

- en directives aux établissements de crédit en vue de les amener à accorder une préférence au financement des investissements souhaités, des facilités accrues de refinancement auprès de l'institut d'émission étant parfois prévues dans ce cas;
- en prêts directs de l'Etat;
- en bonifications d'intérêt;
- en l'octroi de garanties de bonne fin des crédits.

Au moins aussi importants en tant qu'instruments d'orientation des investissements sont les interventions d'institutions spécialisées de crédit qui, le plus souvent, sont de caractère public ou semi-public et jouissent de privilèges particuliers.

Toujours parmi les instruments de nature financière, mais ne relevant pas de la politique du crédit, figurent :

- des primes d'équipement de la part de l'Etat;
- des avantages fiscaux accordés à l'investisseur;
- l'octroi d'un rang prioritaire dans le calendrier des émissions.

10. Schématiquement, on peut considérer que les effets de ces mesures d'orientation sur le volume et la structure de la formation de capital sont de deux ordres : d'une part, ces mesures tendent à déplacer vers les régions et secteurs favorisés des investissements qui normalement se seraient implantés ailleurs, d'autre part, elles tendent à accroître le volume global des investissements. Ce second effet est en général d'autant plus marqué des le nombre d'entreprises susceptibles de bénéficier des stimulants financiers est plus élevé. Il en résulte alors un développement de la demande de capitaux sur le marché.

En revanche, les déplacements d'investissements tendent à être sensibles, et l'accroissement final du volume des investissements réduit, lorsqu'un nombre limité de régions et de secteurs bénéficient d'un financement de faveur et que les mesures prises en ce sens, au-delà d'une compensation des désavantages préexistants, en viennent à privilégier les investissements dans ces secteurs et régions initialement défavorisés. Ici encore, comme pour l'encouragement à l'épargne, quel que puisse être l'effet des politiques suivies sur le volume et la répartition des investissements, se trouve posé le problème de la compatibilité des divers instruments d'orientation utilisés avec le fonctionnement ordonné d'un marché européen des capitaux. Mais avant d'examiner les méthodes de stimulation de l'épargne et d'orientation des investissements dans cette perspective, le groupe d'experts a estimé nécessaire d'exposer les politiques suivies dans les Etats membres où, si la diversité des objectifs a tendu à s'atténuer, la gamme des instruments employés demeure très large ⁽¹⁾.

B. L'ENCOURAGEMENT À L'ÉPARGNE ET L'ORIENTATION DES INVESTISSEMENTS DANS LES ÉTATS MEMBRES

11. Après avoir surtout recherché, dans l'immédiat après-guerre, un développement des ressources de financement, l'encouragement à l'épargne en Allemagne s'inscrit actuellement parmi les objectifs de la politique sociale : un développement de l'épargne financière des diverses couches de la population est recherché. Par divers moyens, les engagements contractuels à long terme sont plus particulièrement stimulés :

— les contrats d'assurance vie et les dépôts d'épargne-construction, par la possibilité de déduire du revenu imposable, sous certaines limites et conditions, le montant des primes et des dépôts ⁽²⁾;

— les dépôts d'épargne et les achats de titres, par l'octroi de primes, sous condition d'un délai de blocage;

— les achats d'actions d'entreprises dénationalisées, par l'offre de ces titres à des cours préférentiels aux titulaires de bas revenus;

— l'épargne salariale, par des avantages fiscaux et des versements complémentaires des employeurs.

⁽¹⁾ Pour une analyse plus poussée des méthodes d'orientation des investissements, notamment dans le domaine régional, voir: La politique régionale dans la CEE, Bruxelles, 1964, rapport du groupe n° 3.

⁽²⁾ Afin d'encourager l'épargne-construction des titulaires de revenus modestes, ces derniers se voient offrir le choix entre la déduction indiquée et l'obtention d'une prime.

Pour orienter les investissements, les pouvoirs publics (Bund et Länder) recourent surtout à des avantages fiscaux, à l'octroi de leur garantie et à des crédits à taux d'intérêt réduit. L'attribution de ces derniers est confiée à des établissements de crédit publics et privés qui reçoivent dans ce but des fonds d'origine budgétaire : au-delà de leur tâche d'intermédiaire — ils sont chargés de gérer les fonds reçus, d'examiner les dossiers et de prendre les garanties nécessaires — ces établissements disposent d'une marge de liberté assez importante dans les opérations de prêt effectuées sur ces fonds. L'octroi de bonifications d'intérêt par l'Etat vient enfin compléter les instruments précédents.

12. La France s'est engagée récemment dans la voie d'une politique systématique d'encouragement à l'épargne. Les mesures prises ont été essentiellement inspirées par le souci de réduire la préférence des épargnants pour les formes de placement les plus liquides. Deux moyens principaux ont été mis en œuvre :

— en premier lieu, la politique des taux d'intérêt a tendu à favoriser, par l'établissement d'une meilleure hiérarchie des rémunérations, les placements les plus stables (au-delà de 2 ans);

— en second lieu, divers aménagements fiscaux ont, d'une part, permis de limiter le taux de l'impôt supporté par les titulaires de valeurs à revenu fixe à un pourcentage maximum de 25%, d'autre part, allégé sensiblement le prélèvement fiscal opéré sur les bénéfices mis en distribution par les sociétés.

Par ailleurs, d'autres mesures d'incitation à l'épargne sont intervenues en faveur des engagements d'épargne à long terme (dont la durée minimale est de 10 ans) et de l'épargne-logement.

L'orientation générale des investissements est déterminée par l'établissement du Plan de développement économique et social. Diverses techniques favorisent les investissements qui répondent aux objectifs de ce plan. Elles se traduisent principalement par l'octroi de subventions en capital ou de prêts à taux d'intérêt réduit accordés, soit par l'Etat (par l'intermédiaire du Fonds de développement économique et social), soit par des établissements de crédit à caractère public. Les avantages particuliers consentis aux investisseurs prennent également la forme de primes d'équipements et d'allègements fiscaux, notamment la déductibilité de l'impôt sur les sociétés de 10% des dépenses d'équipement.

13. En Italie, l'on ne peut faire état d'une politique systématique d'encouragement à l'épargne mais seulement de mesures particulières, telles que l'octroi de taux d'intérêt privilégiés sur les livrets de « petite épargne » et « petite épargne spéciale » — limités, respectivement, quant au montant des dépôts et quant aux catégories de bénéficiaires — et la déductibilité des primes d'assurance vie du montant du revenu imposable.

En revanche, une politique d'orientation des investissements très poussée, notamment en faveur des régions moins favorisées, a été mise en œuvre. Elle recourt principalement à des subventions à fonds perdus, à des avantages fiscaux et, surtout, à des dispositions relevant de la politique du crédit. Les prêts — financés sur fonds publics ou sur fonds collectés sur le marché — s'accompagnent généralement de taux d'intérêt de faveur et sont répartis par l'intermédiaire d'établissements financiers paratétatiques, à vocation générale ou spécialisés par régions ou par secteurs.

14. Les mesures en faveur de l'épargne des particuliers sont également assez peu nombreuses en Belgique et consistent en avantages fiscaux : exonération de l'impôt sur le revenu pour les intérêts des dépôts d'épargne jusqu'à un certain montant; déductibilité des primes d'assurance vie du revenu imposable.

En Belgique, les établissements paraétatiques de crédit jouent également un rôle de premier plan dans la mise en œuvre des politiques d'orientation des investissements. Bien que celles-ci utilisent plusieurs autres moyens — allégements fiscaux, primes d'équipement, etc. — les interventions par le biais du crédit prévalent sous la forme de prêts privilégiés directs de l'Etat, de garanties gouvernementales pour le remboursement du capital et/ou le paiement des intérêts, de subventions d'intérêt. La garantie voit son étendue varier avec la nature de l'organisme prêteur et n'est que partielle lorsque ce dernier est un établissement de crédit privé. L'attribution des bonifications d'intérêt n'est pas liée à la nature privée ou para-étatique de l'organisme de crédit et leur montant peut couvrir largement — mais pas intégralement — le loyer normal des fonds prêtés. Lorsqu'un établissement financier privé attribue un prêt privilégié donnant lieu à une telle bonification, le montant de cette dernière est versé directement à cet établissement.

15. La stimulation de l'épargne aux *Pays-Bas* relève presque exclusivement de considérations sociales. Les catégories de bénéficiaires des mesures de faveur sont en conséquence limitées (jeunes fonctionnaires, salariés du secteur privé), mais la gamme des placements encouragés est très large : dépôts d'épargne, placements en valeurs mobilières des titulaires de bas revenus, contrats collectifs d'assurance vie, épargne-construction, etc. Des primes en capital constituent l'essentiel des stimulants : les pouvoirs publics estiment en effet que de telles primes sont plus aptes à favoriser la formation d'avoirs patrimoniaux que ne le feraient des mesures à action indirecte comme une exemption d'impôt sur le revenu de patrimoines déjà constitués.

Pour orienter les investissements, les pouvoirs publics font appel uniquement aux subventions en capital en matière de développement régional. Sur le plan sectoriel, l'Etat intervient à travers des prises de participation, des facilités fiscales et, surtout, par l'octroi d'une garantie de bonne fin à des opérations de financement déterminées. Cette garantie — dont l'emploi demeure limité à des projets d'intérêt national ou justifiés par des considérations sociales — est accordée soit directement pour les prêts industriels de deux établissements de crédit spécialisés, soit indirectement à deux sociétés de financement qui se financent sur le marché obligataire pour répondre aux besoins en capitaux à risques d'entreprises ne pouvant avoir accès aisément elles-mêmes au marché.

16. Au Luxembourg, l'encouragement à l'épargne concerne sélectivement quelques types de placements, parmi lesquels les dépôts d'épargne-construction — qui se voient allouer un supplément d'intérêt et une prime en capital — et les contrats d'assurance vie dont les primes sont déductibles du revenu imposable.

En matière d'orientation des investissements, le nombre des instruments prévus par les textes législatifs est élevé. Outre les garanties de bonne fin accordées par les pouvoirs publics à des opérations de prêt, il convient de citer : les bonifications d'intérêt (attribuées par l'intermédiaire des établissements de crédit), les primes d'équipement, des avantages fiscaux diversifiés.

II. L'harmonisation des instruments

A. L'ADAPTATION DE MESURES DE STIMULATION DE L'ÉPARGNE

17. Les effets des mesures d'encouragement à l'épargne sur le niveau global de celle-ci peuvent dès l'abord être écartés de la discussion. Ces effets ne sont susceptibles d'être, comme on l'a indiqué, que d'une importance réduite : de plus ils ne présenteraient en tout état de cause pas de problèmes majeurs pour le développement d'un marché européen des capitaux.

Les « effets de répartition » résultant du caractère sélectif des mesures considérées pourraient par contre soulever des problèmes si ces mesures devaient :

— s'opposer à un rapprochement des structures des marchés financiers nationaux, voire accentuer les divergences existantes;

— ne bénéficier qu'à des placements dans le cadre national ou conduire à concentrer l'épargne auprès d'institutions financières qui sont tenues d'employer l'essentiel de leurs ressources à des placements intérieurs.

Le groupe d'experts a donc examiné les instruments actuellement utilisés dans les Etats membres pour stimuler l'épargne et recherché dans quelle mesure ces instruments étaient susceptibles de poser de tels problèmes.

18. Lorsque des objectifs de politique sociale ou un freinage de la consommation dans le cadre d'une politique des revenus sont seuls recherchés, des mesures sélectives de stimulation de l'épargne ne seraient pas justifiées : des stimulants de caractère général seraient les plus aptes à atteindre les buts recherchés sans perturber le fonctionnement du marché des capitaux. L'intérêt bien compris des Etats membres devrait, dans ces hypothèses, les conduire tout naturellement à réaménager les instruments actuels, même en faisant abstraction du problème de l'intégration des marchés qui nous intéresse ici au premier chef.

Les mesures de stimulation de l'épargne peuvent toutefois avoir leur origine dans d'autres préoccupations, qui exigent précisément que ces mesures aient un caractère sélectif :

— il en est ainsi d'abord lorsque la canalisation de l'épargne vers des emplois déterminés vise à faciliter le financement d'investissements considérés comme prioritaires;

— il en va de même aussi lorsqu'il s'agit de rectifier des défauts de structure ou de fonctionnement du marché des capitaux et, notamment, la préférence excessive des épargnants pour les placements liquides et leur réticence à l'égard des placements en valeurs mobilières et des engagements contractuels.

19. De l'avis du groupe d'experts, le cloisonnement des circuits de financement qui peut découler de mesures sélectives d'encouragement des placements auprès de certains intermédiaires financiers spécialisés peut entraver sérieusement le développement d'un marché européen des capitaux efficace. Parmi les raisons qui, cependant, peuvent justifier une sélectivité des mesures de stimulation, il convient de mentionner certaines situations particulières telles que, par exemple, l'existence d'un retard sérieux dans la satisfaction de la demande de logements dans certains Etats membres,

laquelle explique l'importance qui y a été donnée à divers systèmes d'épargne-logement. Les mesures sélectives d'encouragement de l'épargne en vue de l'acquisition de logements ont par ailleurs ceci de particulier que les effets de répartition prédominants dans les autres mesures, sont ici accompagnés le plus souvent d'un effet d'accroissement du volume de l'épargne. Il est nécessaire néanmoins de veiller à ce que de telles mesures ne se prolongent pas au-delà du temps nécessaire pour satisfaire les besoins qui ont justifié leur mise en œuvre et n'en viennent ainsi à constituer un facteur additionnel de cloisonnement du marché.

20. Les mesures tendant à corriger la préférence excessive des épargnants pour la détention de liquidités apparaissent par contre positives au regard des impératifs étudiés ici, puisqu'il s'agit d'un problème qui est commun aux marchés des capitaux de tous les Etats membres, même s'il ne revêt pas la même intensité partout. Ce jugement positif n'en exige pas moins les Etats membres qu'un effort soit fait, d'une part, pour harmoniser les divers types de mesures mis en œuvre et, d'autre part, pour réduire au minimum les éventuels cloisonnements qui pourraient en résulter.

Plus précisément, si on considère les formes de placement que l'on se propose le plus souvent d'encourager, il apparaît que :

— S'agissant de l'épargne-dépôt, il convient d'éviter une immobilisation des fonds ainsi collectés auprès d'intermédiaires dont les possibilités d'action sont étroitement limitées. Puisque tel est souvent le cas actuellement, la solution doit être recherchée, ainsi qu'on le verra plus particulièrement au chapitre 12, dans un élargissement des facultés de placement de ces intermédiaires. Dans cette hypothèse, les organismes financiers nationaux qui drainent des épargnes privilégiées continueraient certes à bénéficier d'une situation de faveur dans la concurrence internationale, mais la réalisation des objectifs d'intégration ne serait pas entravée.

— Dans le cas des encouragements à l'épargne sous forme d'achats de valeurs mobilières, il ne faut pas perdre de vue que l'objectif premier de ces avantages consiste à accoutumer de nouvelles couches de la population à des placements en titres. Compte tenu de ce but « éducatif » et, aussi, de l'internationalisation croissante des marchés de valeurs mobilières, il n'apparaît pas justifié d'exclure l'achat de titres étrangers du bénéfice des avantages consentis.

— L'encouragement à l'épargne contractuelle devrait occuper un rôle central, compte tenu des problèmes que l'insuffisance de l'apport des organismes auprès desquels cette épargne est constituée comporte pour le fonctionnement ordonné de la plupart des marchés des capitaux de la Communauté. Ces problèmes ressortiront avec une évidence particulière lorsqu'il sera question des marchés de valeurs mobilières et plus spécialement du développement des placements de « blocs » de valeurs auprès d'investisseurs institutionnels, technique qui pourrait permettre une réduction importante des coûts et une plus grande souplesse dans l'accès au marché. Certes, les problèmes qui se posent en cette matière sont en premier lieu liés à l'élargissement des possibilités de collecte de capitaux et de placement des investisseurs institutionnels, tels que notamment les compagnies d'assurance vie (voir à ce sujet plus particulièrement le chapitre 12). Mais il n'en est pas moins souhaitable que les encouragements dont peuvent bénéficier les épargnants lorsqu'ils souscrivent des contrats auprès de ces organismes soient à la fois intensifiés et harmonisés au sein de la Communauté.

— L'encouragement à l'épargne liée au contrat de travail. Les fonds de pension d'entreprise, les fonds de retraite complémentaire et la constitution de « provisions pour

indemnités de départ » ont acquis une importance croissante au sein des entreprises dans la Communauté. On a rappelé au chapitre 2, points 8 et 27, respectivement l'importance des moyens recueillis sous cette forme, notamment en Italie et en Allemagne, et les problèmes délicats que pose leur emploi au sein des entreprises plutôt que leur placement, dans le cadre d'une gestion autonome, sur le marché des capitaux.

Dans plusieurs Etats membres, par ailleurs, on a étudié ou mis en œuvre des formules diverses visant à développer l'épargne des salariés en la dirigeant vers des placements à long terme, à associer plus étroitement les salariés à la prospérité de l'entreprise en créant une communauté d'intérêt et un climat psychologique favorable, enfin à empêcher que les augmentations de salaires n'aboutissent nécessairement à accroître la demande de biens de consommation.

Des études approfondies ont été menées notamment en Italie, où une proposition tendant à instaurer une forme d'épargne négociée liée au contrat de travail et à confier sa gestion à un Fonds national d'investissement, a été élaborée par la CISL (Confederazione italiana sindacati lavoratori). D'autre part, en France diverses solutions ont été envisagées par une « commission d'étude du problème des droits des salariés sur l'accroissement des actifs dû à l'autofinancement » (commission Mathey), qui a déposé son rapport en 1966. Mais, à l'heure actuelle, les débats relatifs à ces questions n'ont été concrétisés qu'en Allemagne où existent des avantages fiscaux pour ce type d'épargne et où un contrat collectif d'épargne a été inséré dans une convention conclue en 1965 au sein de la profession du bâtiment.

Il n'entre pas dans le cadre de ce rapport d'examiner les modalités des nombreuses formules qui ont été envisagées. Il est évident pourtant que ces modalités auront une influence décisive sur les possibilités d'insertion de cette épargne dans un marché européen des capitaux.

Bien que pour le proche avenir, l'épargne ainsi dégagée restera vraisemblablement d'un volume limité, il importe dès maintenant, en prévision de son développement, de choisir de préférence des formules qui permettent à cette épargne de ne pas être cloisonnée dans des circuits nationaux déterminés.

CONCLUSIONS

21. Le groupe d'experts reconnaît que la neutralité entre les diverses formes de placement encouragées ne peut être qu'un objectif à long terme dont il convient de se rapprocher par étapes. Mais, d'ores et déjà, les cloisonnements internes de chaque marché et les entraves à la fluidité internationale des capitaux, qui résultent des instruments actuellement utilisés pour stimuler l'épargne, pourraient être sensiblement réduits :

1) Si les mesures de stimulation de l'épargne sont seulement l'expression d'une politique sociale ou de préoccupations anti-conjoncturelles, elles peuvent aisément être réaménagées de façon à favoriser la formation de patrimoines et freiner l'expansion de la consommation, sans distinguer pour autant entre les placements auxquels aboutit l'épargne additionnelle.

2) Les mesures de stimulation ayant pour effet de canaliser l'épargne vers des emplois déterminés sont difficilement conciliables avec l'élargissement des circuits de financement qui est recherché. Toutefois, les avantages accordés à l'épargne-logement

peuvent dans certains pays se justifier, dans la mesure où il existe un décalage très marqué entre l'offre et la demande de logements et surtout dans la mesure où ils permettent de dégager une épargne additionnelle.

3) Le développement des formes d'épargne financière à long terme paraît être un objectif commun à la plupart des Etats membres et peut donc justifier une stimulation sélective. Une harmonisation des mesures prises en ce sens devrait toutefois intervenir afin que :

- les organismes qui collectent les épargnes privilégiées disposent d'une plus grande latitude dans le placement de ces dernières même à l'extérieur du marché national;
- les encouragements accordés pour les placements en titres n'établissent pas de distinction fondée sur leur origine et s'appliquent donc aux valeurs étrangères comme aux valeurs nationales.

4) L'épargne contractuelle ne joue pas le rôle essentiel qui devrait être le sien pour le bon fonctionnement des marchés européens de capitaux. Son développement pourrait être favorisé par l'élargissement des possibilités de placement des organismes qui la gèrent, ce qui augmenterait l'attrait des contrats offerts aux épargnants. La souscription de ces contrats peut cependant être stimulée par diverses mesures, qu'il conviendrait d'harmoniser dans l'ensemble de la Communauté.

Les formes d'encouragement à l'épargne liée au contrat de travail, qui s'insèrent dans une politique des revenus, sont susceptibles de développer l'épargne de couches de la population dont le revenu va croissant et de drainer des ressources nouvelles vers le financement des investissements. Afin de favoriser l'insertion de cette épargne dans un marché européen de capitaux, il importe que les modalités choisies n'aboutissent pas à la cloisonner dans les entreprises ni dans des circuits nationaux particuliers.

B. LES INSTRUMENTS D'ORIENTATION DES INVESTISSEMENTS ET LE FONCTIONNEMENT D'UN MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

22. La gamme des instruments d'orientation mis en œuvre dans les Etats membres est très variée. De plus, leur emploi pourrait s'accroître et se diversifier avec le développement de la Communauté, pour accélérer la correction des déséquilibres régionaux et réaliser les adaptations nécessaires des structures sectorielles. Les problèmes que pose le recours à des instruments d'orientation de nature financière se situent, dans l'optique de cette étude, sur deux plans:

- d'une part, on peut se demander si l'utilisation de tels instruments ne comporte pas nécessairement le maintien du cloisonnement qui existe actuellement entre les marchés financiers;
- d'autre part, il faut rechercher lesquels, parmi ces instruments, peuvent conserver leur efficacité — et permettre donc la poursuite de politiques d'orientation régionale et sectorielle des investissements — au sein d'un marché des capitaux qui aurait été élargi aux dimensions européennes.

Une réponse à ces questions ne peut être trouvée que dans un examen des modalités et des effets propres à l'emploi de chacun d'eux.

23. En exposant aux paragraphes précédents les politiques suivies dans les Etats membres, il est apparu que les instruments les plus fréquemment utilisés consistaient :

- en primes d'équipement, qui ne constituent pas un véritable moyen de financement, mais seulement une stimulation pour l'investisseur;
- en bonifications d'intérêt réduisant le coût du financement externe;
- en une garantie de bonne fin octroyée par les pouvoirs publics pour les crédits consentis à des investisseurs déterminés;
- en avantages fiscaux pouvant porter sur la déductibilité du revenu imposable de tout ou partie des dépenses d'investissement, sur les modalités de l'amortissement (possibilités d'amortissements accélérés), enfin sur l'imposition des revenus de l'investissement (des taux préférentiels étant prévus).

En principe, l'emploi de ces instruments n'affecte pas les choix des investisseurs entre les diverses sources de financement et a des répercussions limitées sur la structure des marchés des capitaux. Leur mise en œuvre peut se concevoir indifféremment sur un marché limité au cadre national ou sur un marché des capitaux élargi à l'échelle européenne. Dans l'optique de cette étude, ces instruments se présentent donc, à première vue, sous un jour favorable, mais leur application n'est pas toujours aisée, ni leur efficacité certaine dans la mesure où ils sont utilisés isolément.

24. Les instruments du second groupe, qui ont pour caractéristique de favoriser directement le financement des investissements dans les régions et les secteurs d'activité à encourager, consistent principalement :

- en prêts directs de l'Etat;
- en prêts d'institutions spécialisées de crédit, ces dernières bénéficiant le plus souvent de privilèges divers et d'avantages fiscaux pour la collecte de leurs moyens de financement;
- en directives aux établissements de crédit, accompagnées parfois de facilités particulières de réescompte auprès de l'institut d'émission;
- en l'octroi d'un accès prioritaire au marché financier, dans le cadre du calendrier des émissions.

Toujours en termes généraux, on peut soutenir que ces instruments sont d'une efficacité plus directe que les instruments qui se limitent à stimuler la demande d'investissements; par contre, leur mise en œuvre comporte, par la nature même de l'action de répartition sur l'offre de capitaux, la constitution de circuits de financement cloisonnés et dont la mise en communication dans le cadre d'un marché européen des capitaux n'est pas exempte de difficultés : elle est néanmoins possible et le groupe d'experts s'efforcera d'indiquer quels sont les instruments qui peuvent le plus aisément être adaptés à la nouvelle situation.

A) LES INSTRUMENTS AGISSANT SUR LA DEMANDE DES INVESTISSEURS

25. Si l'on passe maintenant à un examen plus approfondi des caractéristiques des divers instruments rappelés, il convient d'introduire entre eux certaines distinctions du point de vue de leur compatibilité avec le développement d'un marché européen des capitaux.

Parmi les instruments d'orientation visant à stimuler la demande des investisseurs dans des secteurs particuliers, les primes d'équipement ont l'avantage de mettre clairement en évidence l'effort financier des pouvoirs publics et le coût qu'elles comportent globalement pour l'économie. Ce caractère de clarté les rend particulièrement appropriées à d'éventuelles actions harmonisées qui pourraient être entreprises sur le plan communautaire, en liaison peut-être avec les organismes financiers communautaires dont il sera traité ci-après.

Les mêmes réflexions sont d'ailleurs applicables aux bonifications d'intérêt qui, elles aussi, peuvent être mises en œuvre de manière à minimiser l'effet de distorsion sur le choix des sources de financement. Les bonifications d'intérêt présentent néanmoins trois problèmes particuliers.

En premier lieu, en réduisant le coût du crédit, elles peuvent stimuler l'utilisation de capitaux d'emprunt de préférence à des moyens de financement interne ou à des augmentations de capital réalisées par l'intermédiaire du marché : dans cette mesure, elles peuvent être une cause de distorsion non seulement de la structure financière des entreprises, mais aussi de celle du marché dans son ensemble.

En second lieu, la gestion des bonifications est généralement confiée à des institutions de crédit qui doivent contrôler la conformité de l'emploi de l'aide obtenue par l'emprunteur avec les objectifs pour lesquels elle a été consentie lorsqu'une institution de crédit particulière reçoit le monopole de la gestion de ces bonifications, ceci équivaut à constituer un circuit de financement spécialisé. Il conviendrait en conséquence que les bonifications d'intérêt soient gérées, dans le cadre de directives précises des pouvoirs publics, par des institutions spécialisées, par les établissements ordinaires de crédit et aussi par des organismes financiers établis dans d'autres Etats membres, qui pourraient offrir des moyens de financement à des conditions plus avantageuses.

En troisième lieu, le coût global de l'utilisation des bonifications d'intérêt peut ne pas apparaître immédiatement. De ce fait, un recours intensif à cet instrument peut devenir une solution de facilité et avoir pour conséquence de grever à l'excès les dépenses budgétaires futures.

La garantie de bonne fin du crédit octroyée par les pouvoirs publics à certains investisseurs soulève, elle aussi, le problème déjà mentionné de favoriser le recours aux capitaux d'emprunt; par ailleurs, la longueur et la complexité des procédures requises constituent un inconvénient très réel; enfin, son efficacité n'est pas toujours certaine si l'emprunteur rencontre des difficultés d'accès au marché autres que celles liées à sa surface financière et à sa solvabilité. Même en tenant compte de ces réserves, il n'est pas douteux que cet instrument d'orientation figure parmi ceux qui sont le plus facilement conciliables avec l'élargissement du marché des capitaux au cadre européen.

En outre la garantie, n'exigeant pas au départ une mobilisation de fonds par les pouvoirs publics, risque moins que d'autres instruments de perturber le fonctionnement du marché.

Les avantages fiscaux rattachés à des investissements spécifiques connaissent des formes tellement variées qu'il est impossible, dans le cadre de cette étude, de formuler plus que quelques remarques de principe. Il suffit d'indiquer que ces avantages apparaissent comme l'instrument qui affecte le moins le choix des investisseurs, aussi bien en ce qui concerne le mode que la source de leur financement.

Il faut cependant reconnaître que certains dégrèvements fiscaux ont un pouvoir d'incitation réduit dans la mesure où ils ne concernent que les bénéficiaires futurs et ne permettent donc pas à l'entrepreneur d'évaluer correctement les répercussions de ces avantages sur son prix de revient. Néanmoins, la déductibilité d'une quote-part des dépenses d'investissement du revenu imposable permet de donner à des avantages fiscaux le caractère d'une aide en capital, généralement considérée comme plus efficace. Il faut encore remarquer toutefois qu'une attribution non discriminatoire de ces avantages fiscaux peut poser un problème particulier. En effet, le principe qui devrait être appliqué sans exception de lier l'attribution des avantages à la nature de l'investissement et non pas à la nationalité ou la résidence de celui qui le réalise, serait difficile à mettre en œuvre dans ce cas, à moins que l'investisseur étranger ne soit déjà établi dans le pays et y possède donc des revenus imposables qui pourraient bénéficier des avantages en question.

En conclusion, l'ensemble des instruments que l'on vient de rappeler semblent pouvoir être utilisés sans difficultés majeures dans le cadre d'un marché européen des capitaux comme dans celui des marchés nationaux actuels. Ces instruments supposent cependant que les bénéficiaires soient en mesure de dégager des ressources d'auto-financement ou de se procurer sur le marché les moyens nécessaires à la réalisation des investissements. Dans les faits, cette condition n'est pas toujours satisfaite : limitée strictement à des primes d'équipement, à des bonifications d'intérêt, à des garanties ou à des avantages fiscaux, l'action d'orientation des investissements ne pourra donc pas toujours atteindre les objectifs en vue. Le recours à des instruments consistant à agir directement sur la répartition des fonds globaux disponibles, en vue de financer des investissements dans les régions et secteurs à encourager a le plus souvent découlé de cette carence.

B) LES INSTRUMENTS AGISSANT SUR LA RÉPARTITION DES MOYENS DE FINANCEMENT

26. Une renonciation pure et simple à l'emploi d'instruments qui apparaissent par leur nature impliquer le maintien de certains cloisonnements entre les marchés n'est donc pas concevable. Néanmoins, si une intervention des pouvoirs publics dans la répartition des moyens de financement semble conditionner l'efficacité des politiques poursuivies, un aménagement de ces modalités est souhaitable et peut permettre dans une large mesure de résoudre la contradiction avec l'objectif de réaliser un vaste marché européen des capitaux.

Le recours à des prêts directs de l'Etat financés par l'emprunt sur le marché et à des interventions des institutions spécialisées de crédit peut de toute évidence constituer une entrave à l'intégration des marchés des capitaux; certains des pays partenaires pourraient en effet faire valoir que l'importance de leurs ponctions et les privilèges et avantages fiscaux divers dont bénéficient les emprunts des pouvoirs publics et des institutions spécialisées de crédit ne permettraient pas de sauvegarder les conditions d'une concurrence équitable. Si l'objection est fondée, il est néanmoins possible d'y répondre en soulignant que rien ne s'oppose à un alignement sur le plan communautaire de tels privilèges et avantages fiscaux, dans la mesure où il est estimé indispensable de les maintenir. Cette possibilité est loin d'être théorique puisque ces privilèges et avantages fiscaux tendent à se réduire et donc à se rapprocher entre les divers Etats membres. Des mesures adoptées en Belgique et, plus récemment, en France ont

par exemple déjà réduit certaines disparités entre les conditions accordées à ces émetteurs privilégiés et à d'autres émetteurs.

Il est nécessaire de rappeler par ailleurs que, sous réserve des aménagements indiqués, les institutions spécialisées de crédit à moyen et à long terme peuvent apporter une contribution très positive non seulement à la politique d'orientation des investissements, mais aussi au fonctionnement correct du marché financier dans son ensemble. En effet, l'accès direct au marché des capitaux sous forme d'émissions d'obligations reste limité à un nombre restreint de grandes entreprises. Quant aux autres, elles peuvent bien entendu trouver des ressources auprès du système bancaire dans la mesure où ce dernier est habilité à prêter à long terme. Mais les liens qui existent dans quelques pays entre les établissements de crédit et certaines entreprises peuvent avoir comme résultat des conditions de concurrence très imparfaites dans le recours aux sources de financement, tout au moins pour les entreprises indépendantes. L'existence d'institutions spécialisées de crédit à moyen et à long terme, qui trouvent l'essentiel de leurs ressources sur le marché pour le compte de leurs clients, constitue donc un moyen pour établir des conditions plus équitables d'accès des entreprises aux sources de financement.

Les directives aux établissements de crédit tendant à assurer à certains investisseurs une obtention prioritaire des prêts de ces établissements ne méritent pas de longs commentaires : il est en effet difficile d'imaginer qu'on puisse continuer à recourir à un instrument de cette nature dans le cadre d'un marché intégré où, entre autres, les établissements ainsi obligés de négliger une partie de leur clientèle risqueraient de voir celle-ci prise en charge par des bailleurs de fonds de pays partenaires.

Le problème du « calendrier », c'est-à-dire l'octroi d'un accès prioritaire au marché financier à certains émetteurs, a déjà été abordé au chapitre précédent : on remarquera encore, du point de vue des politiques d'orientation des investissements, que l'efficacité de cet instrument sera vraisemblablement appelée à se réduire avec l'élargissement des circuits de financement. Dans la mesure toutefois où il est encore largement utilisé pour infléchir les mécanismes du marché financier, il conviendrait que le recours à cet instrument particulier s'inspire de priorités clairement énoncées et que sa mise en œuvre se réalise sans discrimination entre les divers émetteurs qui satisfont aux conditions énoncées, ceci quelle que soit la résidence de l'investisseur.

27. L'analyse faite instrument par instrument ne doit pas faire perdre de vue, dans l'optique d'un développement ordonné des liaisons entre marchés des capitaux, les problèmes pouvant résulter de l'intensité et de l'efficacité différentes que revêtent aujourd'hui les politiques d'orientation des investissements dans les divers Etats membres. Les conflits d'intérêt résultant notamment de l'effet, commun à toutes les formes d'orientation des investissements, d'augmentation des taux sur le marché des capitaux sont toutefois appelés à s'atténuer dans le cadre de la coordination des politiques économiques qui est reconnue aujourd'hui être une condition essentielle du progrès continu de la Communauté.

CONCLUSIONS

28. Un nouveau « dosage » des divers instruments d'intervention ainsi que l'aménagement de certaines des modalités de leur emploi permettraient, de l'avis du groupe d'experts, de poursuivre des politiques efficaces d'orientation des investissements sans

pour autant renoncer à développer un marché des capitaux à l'échelle européenne. Dans cette optique :

1) Une action de stimulation sélective de la demande de capitaux des investisseurs apparaît préférable à toute autre technique d'orientation de nature financière et il conviendrait donc d'en améliorer l'efficacité.

2) Le bénéfice des avantages consentis ne devrait pas prendre en considération la résidence de l'investisseur ni l'origine des capitaux, mais seulement la conformité des projets à réaliser avec les objectifs régionaux et sectoriels poursuivis.

3) Pour que les politiques poursuivies puissent se développer dans le cadre d'une concurrence équitable entre les institutions financières, il conviendrait d'éviter que la gestion des avantages de nature financière consentis par les pouvoirs publics soit confiée de façon exclusive à une catégorie particulière d'institutions. L'investisseur devrait rester libre de s'adresser au bailleur de fonds de son choix, qui devrait appliquer les critères généraux établis par la loi en toute objectivité et s'assurer que l'investissement qui est à l'origine des avantages consentis soit réalisé conformément au projet approuvé.

4) La recherche d'une plus grande efficacité dans l'orientation des investissements interdit cependant aux pouvoirs publics de limiter la gamme des instruments utilisables à des subventions directes ou indirectes à la demande de capitaux des investisseurs. L'efficacité des subventions est subordonnée en effet à une obtention aisée des moyens nécessaires sur le marché. En raison des difficultés fréquentes d'accès aux sources ordinaires de financement, l'intervention — prioritaire ou complémentaire — d'institutions spécialisées de crédit à caractère public ou semi-public, voire l'octroi de prêts directs par l'Etat conditionneront dans de nombreux cas la réalisation des objectifs régionaux ou sectoriels fixés. Pour que ces interventions demeurent compatibles avec l'intégration financière, il conviendrait que, lorsque les capitaux nécessaires sont fournis par l'emprunt, ils soient prélevés sur le marché dans des conditions comparables à celles qui s'appliquent aux autres émetteurs.

C. L'INTERVENTION DES ORGANISMES FINANCIERS COMMUNAUTAIRES DANS L'ORIENTATION DES INVESTISSEMENTS

29. Les politiques d'orientation nationales visent à infléchir la répartition des investissements telle qu'elle s'effectuerait en l'absence d'interventions correctrices. Un problème du même ordre se pose dans un ensemble européen où la concurrence s'accroît et où les déplacements de main-d'œuvre se développent, les régions déjà développées et les secteurs de pointe étant ainsi en mesure d'exercer une attraction accrue sur les facteurs de production et d'aggraver les inégalités existantes. D'ores et déjà, malgré la persistance d'obstacles aux déplacements intracommunautaires de capitaux, ceux-ci s'intensifient. C'est dire que, si la suppression intégrale des cloisonnements entre marchés des capitaux n'est pas susceptible d'aggraver fondamentalement les déséquilibres précédents, elle n'en accentue pas moins la nécessité d'une coordination des politiques nationales d'orientation.

Cette nécessité est soulignée dans le projet de « programme de politique économique à moyen terme » soumis par la Commission au Conseil de la CEE en avril 1966. Les

objectifs et les méthodes de la politique régionale constituent l'une des préoccupations essentielles de ce programme qui, tout en constatant « la responsabilité primordiale » des Etats membres en la matière, considère comme « particulièrement nécessaire à un développement économique harmonieux de la Communauté... que les politiques nationales... fassent l'objet d'une coordination étroite au niveau communautaire ». De même, « bien qu'il doive être traité en détail de la politique des structures sectorielles que dans l'un des prochains programmes », les orientations générales dégagées dans ce premier document mettent l'accent sur la nécessité de mesures à adopter et à appliquer de concert.

La définition progressive d'objectifs communautaires ne modifie pas, au niveau des Etats membres, les conditions auxquelles l'emploi des instruments d'orientation de nature financière demeure compatible avec le développement d'un marché européen des capitaux. Mais la fixation de tels objectifs permettra en outre à des institutions européennes de développer leurs interventions de financement parallèlement à celles des Etats et des organismes nationaux.

En se référant aux répercussions de leurs opérations sur le marché des capitaux, on peut opposer deux types d'institutions. L'activité de certaines, tel le Fonds européen d'orientation et de garantie agricole (FEOGA), se situe en dehors des mécanismes du marché dans la mesure où ses opérations d'orientation sont financées par des « prélèvements » sur les importations. En revanche, des organismes comme la Haute Autorité de la CECA ou la Banque européenne d'investissement font largement appel au marché pour leur refinancement et s'alignent sur ses conditions dans leurs interventions.

30. La Haute Autorité a été chargée par le traité instituant la CECA de favoriser un développement coordonné des investissements dans les secteurs où elle exerce son activité. Elle établit périodiquement des « objectifs généraux » qui, définis en consultation avec tous les intéressés et les gouvernements, aident à orienter leur action. En matière d'investissements, c'est en fonction de ces objectifs généraux que la Haute Autorité formule des avis sur les programmes des entreprises et concourt à la réalisation de certains d'entre eux par des prêts à long terme ⁽¹⁾. Cette attention spéciale pour l'orientation des investissements s'explique par la nature des secteurs qui relèvent du Traité : industries de base, où les investissements sont particulièrement lourds, tandis que l'évolution de leur production peut facilement être rattachée au développement de l'ensemble de l'économie.

Les prêts d'investissement sont couverts par le produit d'emprunts contractés pour l'essentiel, depuis plusieurs années, sur les marchés financiers européens. En se procurant directement sur ces marchés une partie croissante de ses ressources, la Haute Autorité préfigure une situation où l'intégration des marchés des capitaux sera achevée et où le lieu de formation de l'épargne sera de moins en moins rattaché à son lieu de placement.

(1) Les aides de nature budgétaire accordées par la CECA au financement de la recherche, tout en constituant un autre instrument d'orientation des investissements, paraissent sortir du cadre du présent rapport.

Il semble que la Communauté ne pourrait que profiter de semblables mécanismes permettant — sans cloisonnement des marchés — d'orienter les investissements vers des secteurs clés choisis selon leurs caractères spécifiques, dans la ligne d'une politique économique à moyen terme définie à l'échelle communautaire.

31. L'attribution de prêts et l'octroi de garanties sont les seuls types d'interventions qui soient ouverts à la BEI. Bien qu'elle ne poursuive pas de buts lucratifs, elle est tenue d'adapter le coût exigé pour ses services aux conditions du marché : en aucun cas elle ne peut consentir elle-même une réduction du taux de ses prêts. Parmi les ressources de la Banque, le produit des emprunts émis sur les marchés financiers de la Communauté occupe une place grandissante. Ainsi, l'action de la BEI tend-elle à respecter les mécanismes de fonctionnement des marchés des capitaux tout en assurant cependant le financement de projets considérés comme prioritaires.

Jusqu'ici, l'absence d'une politique des structures coordonnée au sein de la Communauté a fait que la BEI ne disposait, comme base de référence pour l'orientation des investissements, que des directives générales de l'article 130 du traité de Rome : de ce fait, la Banque a contribué surtout à la réalisation d'objectifs de politique régionale fixés isolément par les divers Etats membres. Le projet de programme de politique économique à moyen terme juge maintenant nécessaire une extension des opérations de la BEI qui est appelée à contribuer, en étroite collaboration avec les différentes institutions nationales, à la réalisation de programmes régionaux préalablement « confrontés et autant que possible coordonnés au niveau de la Communauté ». Il suggère à cette fin que les Etats membres facilitent davantage l'accès de la Banque au marché des capitaux et lui donnent ainsi la possibilité de mieux adapter ses moyens à l'ampleur des besoins en cause. Le programme propose aussi un examen de l'opportunité d'une réduction des taux et de la charge d'intérêt résultant pour les emprunteurs de la Banque.

Sur ce point, en s'appuyant sur une disposition des statuts de la BEI, qui prévoit que des Etats membres ou des instances tierces peuvent accorder des bonifications d'intérêt pour des prêts accordés par la Banque, il avait été suggéré que la Commission puisse jouer ce rôle d'instance tierce. Dans la première communication sur la politique régionale qu'elle a adressée au Conseil, la Commission mentionnait cette proposition et envisageait l'étude des modalités techniques de l'octroi de telles bonifications. Pour sa part, le groupe considère que la proposition précédente devrait être reprise dans la mesure où elle permettrait à la BEI de contribuer plus activement à la réalisation des objectifs des futures politiques communes.

32. Sans doute, la Haute Autorité comme la BEI ne sont-elles pas placées sur un pied d'égalité absolue avec les autres intermédiaires financiers : les privilèges fiscaux et financiers qui leur ont été octroyés permettent en effet à ces institutions d'aborder le marché financier dans des conditions particulièrement favorables. Les privilèges dont bénéficient la CECA et la BEI recourent pour l'essentiel ceux qui, dans chaque Etat membre, sont reconnus aux émetteurs publics les plus favorisés. Cette assimilation intentionnelle est justifiée par le fait que, comme ces émetteurs, Haute Autorité et BEI sont appelées à remplir des fonctions que des établissements privés n'auraient pas été à même de remplir dans les meilleures conditions. Cette similitude de situation des organismes communautaires étudiés et de certains intermédiaires financiers spé-

cialisés à caractère public rend souhaitable une même réponse aux problèmes de fonctionnement des marchés soulevés par leurs interventions. Il est apparu aux paragraphes précédents qu'une suppression progressive des cloisonnements internes supposait la réduction des inégalités de traitement entre émetteurs. Dès lors, il serait logique que les aménagements qui pourraient être introduits en ce sens dans les Etats membres aient pour prolongement un alignement des conditions auxquelles la Haute Autorité et la BEI ont actuellement accès au marché.

Conclusions

33. (1) Une plus étroite coordination des politiques régionales et sectorielles dans le cadre de la Communauté devrait permettre à la Haute Autorité de la CECA et à la BEI de contribuer plus activement à la réalisation des objectifs de ces politiques.

(2) Pour que les interventions de ces organismes, tout en développant leur efficacité, demeurent compatibles avec les exigences de fonctionnement d'un marché européen des capitaux, il serait souhaitable :

- que leur accès aux marchés des capitaux des Etats membres soit facilité par ces derniers;
- que les conditions auxquelles ils interviennent sur les différents marchés s'alignent sur celles qui sont applicables à des émetteurs nationaux correspondants;
- que l'octroi de bonifications d'intérêt aux bénéficiaires de leurs prêts soit par ailleurs pris en considération dans des circonstances déterminées.

LES POLITIQUES DE FINANCEMENT DES ADMINISTRATIONS
ET DES ENTREPRISES PUBLIQUES

Introduction

1. L'extension des attributions de l'Etat et des collectivités locales ainsi que le développement des entreprises publiques ont eu pour corollaire dans l'ensemble des pays membres, un accroissement des prélèvements du secteur public sur le marché des capitaux.

Administrations et entreprises publiques affectent de manière directe la physionomie de ce dernier par leurs émissions d'emprunts et éventuellement leurs prêts, ainsi que par les opérations d'amortissement ou de conversion de la dette publique. C'est en raison de l'importance quantitative et des aspects qualitatifs de ces interventions, que l'Etat et les organismes du secteur public constituent le pivot du marché des capitaux. Quand ils définissent aussi les priorités d'accès à ce dernier, réglant indirectement de ce fait l'attribution des ressources de financement du secteur privé, ils déterminent dans une large mesure le niveau et la structure des taux d'intérêt.

2. Quoique manifeste dans l'ensemble des pays membres, l'influence des politiques de financement du secteur public n'a pas, dans tous les cas, la même intensité. Si le prélèvement de ressources fiscales suffisantes et une fixation adéquate des tarifs des services publics limitent, dans certains Etats membres, la demande des emprunteurs publics sur le marché, il n'en va pas de même dans d'autres. Les premiers pourraient de ce fait craindre que des progrès trop rapides de l'intégration financière ne conduisent à des appels désordonnés de fonds sur leur propre marché : ils pourraient, en conséquence, être amenés à retarder son achèvement.

Il apparaît donc que la constitution d'un marché européen des capitaux, ainsi que la possibilité de prévenir des déséquilibres qui, l'accompagnant, risqueraient de la freiner, sont subordonnées de manière implicite à l'application, par les différentes administrations et entreprises publiques, de politiques de financement harmonisées permettant de réduire les divergences dans l'évolution des différents marchés.

3. Menée sous l'angle des incidences qu'il a sur l'équilibre du marché des capitaux, l'étude du financement du secteur public effectuée ici n'entend évidemment pas aborder l'ensemble des problèmes que ce financement soulève, encore moins aboutir à des conclusions normatives générales concernant la conduite des finances publiques. Elle s'attache seulement à dégager un certain nombre de principes dont le respect assurerait un fonctionnement harmonieux des différents marchés nationaux et faciliterait en conséquence leur intégration progressive :

Dans la première section seront exposés les facteurs, les caractéristiques et les tendances principales du recours des administrations et des entreprises publiques au marché des capitaux.

Dans la deuxième section le financement des administrations et des entreprises publiques sera examiné au regard des exigences et l'intégration financière. Ceci amènera à étudier, successivement :

- les formes de transmission de déséquilibres liés à un excès de la demande globale de fonds et l'insuffisance des correctifs spontanés du marché;
- le rôle particulier que, grâce à un aménagement de leurs politiques de financement, les organismes du secteur public peuvent jouer dans la prévention ou la correction de ces déséquilibres;
- l'organisation, dans le cadre des dispositions du Traité, d'un accès direct et progressif des Etats et collectivités locales au marché européen des capitaux.

I. Le recours des administrations et des entreprises publiques au marché des capitaux

4. Les opérations de l'Etat, des collectivités locales et des entreprises publiques sur le marché des capitaux peuvent être agencées dans le souci d'harmoniser leur pression globale avec celle du secteur privé. Cependant, dans de nombreux cas, tant par leur importance que par leurs modalités, les prélèvements de capitaux du secteur public sont souvent à l'origine de déséquilibres de structure et de fonctionnement du marché. Avant d'examiner ces problèmes, on rappellera la situation actuelle dans les Etats membres ainsi que son évolution probable au cours des prochaines années, si les tendances en cours n'étaient pas corrigées.

A. TENDANCES ACTUELLES DANS LE RECOURS AU MARCHÉ

A) L'ÉTAT ET LES COLLECTIVITÉS LOCALES

5. L'accroissement rapide et général des dépenses en capital de l'Etat et des collectivités locales explique l'évolution de leurs appels à l'épargne privée pour couvrir leurs besoins de financement. A ces dépenses en accroissement, liées au développement des infrastructures économiques et sociales, elles-mêmes condition d'une croissance soutenue de l'économie dans le temps, il est possible de faire face à l'aide de ressources d'origines diverses. Il n'entre pas dans le cadre du présent rapport d'analyser sur un plan théorique les raisons pouvant justifier le recours prioritaire à l'un ou l'autre de ces moyens et, en particulier, d'examiner l'alternative entre emprunt et impôt. En restant au niveau des faits, on constatera seulement que, limités jusqu'ici à certains Etats membres, l'insuffisance de l'épargne des administrations publiques au regard des dépenses en capital envisagées et l'appel croissant au marché des capitaux qu'elle implique tendent à se généraliser.

6. Telles sont les conclusions que l'on déduit des données prévisionnelles réunies par le comité de politique budgétaire pour la période 1966-1970, auxquelles le projet de « programme de politique économique à moyen terme » se réfère dans ses propositions d'harmonisation des politiques de finances publiques dans la Communauté. Il apparaît que « l'ensemble des dépenses publiques devrait continuer à connaître une forte expansion, qui devrait tendre à excéder partout celle du produit national brut ».

Dans le prolongement des tendances déjà constatées « l'augmentation sera surtout sensible, dans tous les pays, pour les dépenses en capital ».

« Les dépenses courantes devraient, quant à elles, augmenter sensiblement moins vite que les précédentes. Leur croissance devrait cependant, dans la plupart des cas, dépasser celle du produit national brut. Il est au reste possible que l'expansion des dépenses courantes ait été sous-estimée dans certains pays du fait des méthodes utilisées et des hypothèses de base choisies, ce qui, bien entendu, n'irait pas sans conséquence pour l'équilibre budgétaire.

On escompte une progression des recettes moindre que celle des dépenses, ce qui fera surgir un problème d'équilibre. La plupart des pays membres sont partis, en effet, de l'hypothèse de barèmes fiscaux inchangés, de telle sorte que les recettes fiscales devraient connaître un développement à peu près parallèle à celui du produit national brut, ou tout au plus légèrement supérieur, en raison de la progressivité des systèmes fiscaux.

Les hypothèses retenues font donc apparaître une forte tendance à l'accroissement des besoins de financement des administrations. Il faut craindre en outre, dans la plupart des Etats membres, une nette détérioration de la balance des opérations courantes, de sorte que l'épargne publique tendra à perdre de son importance en tant que moyen de financement des dépenses en capital ».

Toutes choses restant égales d'ailleurs, et en particulier la législation fiscale, dans tous les Etats membres, on devrait en conséquence « recourir plus ou moins largement à l'emprunt pour faire face aux besoins croissants en équipements publics à usage collectif. Un tel recours sera nécessaire, en effet, même dans les pays, comme les Pays-Bas, où les investissements à la charge de l'Etat seront, en principe, financés par les recettes courantes, car la plus grande part des investissements publics relève des collectivités locales ». Cette exigence n'est évidemment pas énoncée en tant que thèse générale, le type de structure budgétaire appropriée et les modalités de financement devant être déterminés en principe par la situation conjoncturelle : il s'agit seulement d'une prise de position face à des pressions inflationnistes ayant leur origine dans l'excédent des dépenses publiques. Les conclusions du projet de « programme de politique économique à moyen terme » font ressortir qu'en conséquence « les intérêts des pouvoirs publics en tant qu'émetteurs d'emprunts entreront en concurrence avec ceux des entreprises, qui pourraient aussi avoir besoin de faire appel dans une mesure accrue au marché des capitaux pour financer leurs investissements ».

B) LES ENTREPRISES PUBLIQUES

7. La diversité des conditions nationales dans lesquelles leur développement s'est effectué, la gamme étendue des secteurs où elles exercent leur activité, enfin la grande variété des statuts juridiques et administratifs expliquent que les problèmes de financement des entreprises publiques soient très différents et que, de ce fait, une classification d'ensemble de ces dernières sous l'angle de leur situation financière soit malaisée.

Le statut juridique de l'entreprise publique a des répercussions certaines sur le mode de couverture de ses besoins financiers. Lorsque l'Etat ou une collectivité locale

exerce directement une activité économique, son entreprise n'a d'autre individualité que technique : patrimoine et opérations financières se fondent dans ceux de l'Etat ou de la collectivité locale en question. Parfois, une autonomie de gestion limitée est accordée à l'entreprise publique; toutefois cette autonomie s'accompagne en général aussi, pour la couverture des besoins de financement, d'une liaison organique avec la trésorerie des administrations de tutelle. Dans ces deux cas, l'incidence de la gestion financière de l'entreprise sur le marché des capitaux se manifesterait éventuellement par un endettement accru de l'administration publique. Différente à cet égard est la situation des entreprises publiques qui ont une personnalité juridique propre et qui se trouvent situées sur le même plan que les entreprises privées. L'existence d'un budget et d'une trésorerie distincts de ceux des administrations qui les contrôlent pose avec netteté ici un problème de choix au niveau du financement extérieur à l'entreprise, et ceci sous la forme d'une alternative entre le recours au Trésor et l'appel au marché des capitaux.

Plus significative parmi les classifications possibles est celle distinguant entre entreprises du secteur concurrentiel, qui exercent leur activité parallèlement aux entreprises du secteur privé, et entreprises productrices de services publics, qui opèrent fréquemment en situation de monopole. Elle permet notamment de nuancer les considérations de caractère global émises au chapitre 2 (points 8 à 16).

8. Sur un plan général, les problèmes de financement des entreprises publiques du secteur concurrentiel et des entreprises privées de même type ne présentent pas de différence qualitative majeure. Bien qu'ici encore la diversité des situations, l'insuffisance et la faible homogénéité des comptes financiers disponibles interdisent toute généralisation, de données partielles déjà réunies au cours d'une enquête effectuée sous l'égide du « centre européen de l'entreprise publique » semblent pouvoir être dégagées certaines constantes dans le financement en cause. Il ressort que, dans divers cas, l'autofinancement des entreprises publiques œuvrant dans le secteur concurrentiel atteint un développement sensiblement identique à celui que connaissent les entreprises privées de la même branche. Le nécessaire recours complémentaire à des ressources d'origine extérieure s'effectue alors sous la forme alternative ou combinée d'apports de l'Etat et d'appels au marché des capitaux. Les apports de l'Etat, eux-mêmes, prennent le plus souvent deux formes : crédits à long terme et apports en compte capital (participations au capital social ou versements à un « fonds de dotation », transformation de prêts antérieurs en dotation). La faiblesse absolue et relative de ces apports au cours des dernières années a cependant fait, le plus souvent, du recours direct au marché le moyen principal de financement extérieur de ce type d'entreprise publique. Les modalités de ce recours présentent toutefois des particularités qui seront examinées ci-après aux points 11 et 12.

9. Tout à fait différente est la situation des entreprises publiques productrices de services publics. La politique des tarifs pratiquée par ces entreprises, politique souvent imposée, est à la base de leurs problèmes financiers. Ces tarifs peuvent se présenter en effet comme des « prix politiques » dont la fixation n'obéit pas exclusivement à des critères économiques et financiers ordinaires, mais est réglée par les pouvoirs publics en tenant compte des effets socio-politiques probables d'une structure donnée des prix des services publics. De ce fait, les politiques suivies varient non seulement de pays à pays mais, dans un même pays, d'une entreprise à l'autre. La multiplicité des situations peut sur ce point être ramenée à quelques cas types effectifs. Les

deux extrêmes sont celui de l'entreprise dont les tarifs trop bas n'assurent même pas la couverture des coûts d'exploitation et celui de l'entreprise dont les tarifs permettent des recettes suffisantes pour couvrir ces coûts et financer une extension des équipements. Dans la mesure où, généralement, la fixation du prix des services publics s'est inspirée de facteurs extérieurs à l'entreprise et notamment du souci de maintenir la stabilité du coût de la vie, la situation de la plupart des entreprises productrices de services publics relève du premier des cas précités. Ainsi ne disposant pas de réelles possibilités d'autofinancement, et parfois même devant poursuivre leur activité dans des conditions de gestion déficitaire, ces entreprises font-elles largement appel au marché des capitaux.

B. LES MODALITÉS DU RECOURS AU MARCHÉ

10. Confrontées à des dépenses et à des transferts en capital que l'excédent disponible des recettes courantes ne permet pas toujours de financer, les administrations publiques sont amenées comme on l'a vu, à recourir à l'épargne privée. À travers des circuits financiers variables de pays à pays mais dont la fonction est identique, le drainage de certaines épargnes — épargne postale, épargne constituée à travers les systèmes de sécurité sociale, etc. — permet de dégager des ressources. Une opération de « transformation » rend aptes à des financements à long terme celles de ces épargnes dont la liquidité devrait normalement restreindre l'emploi. Cependant, l'importance des besoins et les limites aussi que rencontre l'utilisation de ces épargnes liquides expliquent que, malgré tout, l'émission d'emprunts sur le marché financier reste le mode prédominant de recours des administrations publiques à l'épargne du secteur privé.

11. Obligées elles aussi de recourir au marché des capitaux, les entreprises publiques peuvent pour ce faire utiliser des voies diverses, d'importance inégale. Sauf exception — et le cas de l'Italie peut ici être cité — le crédit bancaire ordinaire qui offre aux petites et moyennes entreprises une source de financement usuelle, ne constitue en général pour les entreprises en question qu'un moyen subordonné intervenant le plus souvent au niveau du préfinancement. Le financement au moyen d'émissions publiques d'actions a atteint son développement maximal et connu sa définition la plus rigoureuse en Italie, avec le financement des entreprises du groupe IRI. Il demeure cependant que, dans la plupart des cas et pour sa plus grande partie, le financement extérieur de l'entreprise publique repose sur le marché obligataire.

12. Pour plusieurs raisons, l'intervention des administrations et des entreprises publiques sur ce marché s'effectue dans des conditions particulières : l'émission et la diffusion des titres bénéficient d'avantages et de privilèges qui tendent à leur assurer un placement prioritaire auprès des épargnants.

Certains de ces avantages tiennent seulement à la nature et à la taille des émetteurs. Toutes choses égales d'ailleurs, les titres offerts par des emprunteurs publics ont, en effet, par rapport aux obligations du secteur privé, la supériorité de constituer pour leurs détenteurs un placement supprimant tout risque autre que monétaire. En raison de ses dimensions, leur marché tend à connaître aussi une évolution moins sujette à de brusques fluctuations. Par leurs interventions, certains organismes — Fonds des

rentes en Belgique, Caisse des dépôts et consignations en France — s'attachent en tout état de cause à en régulariser les cours.

A ces avantages naturels des emprunteurs publics, s'ajoutent certaines facilités et privilèges particuliers qui contribuent à titre principal au placement prioritaire de leurs émissions. Ces facilités et privilèges diffèrent d'un pays membre à l'autre. Ils peuvent de même varier suivant qu'il s'agit d'emprunts de l'Etat, de collectivités locales ou d'entreprises publiques. Les avantages dont les uns et les autres peuvent ainsi bénéficier sont nombreux :

- dispositions législatives ou réglementaires favorisant le placement des titres auprès des investisseurs institutionnels;
- exonérations fiscales diverses, particulièrement en ce qui concerne certains impôts directs et la taxe de succession;
- réduction ou exemption des droits de timbre;
- garantie de l'Etat pour le paiement des intérêts et/ou le remboursement du capital;
- insertion privilégiée dans le calendrier général des émissions;
- exemption de certaines commissions bancaires et modicité des frais de publicité et de lancement des emprunts.

II. Le financement des administrations et des entreprises publiques et le développement du marché européen

13. Le financement du secteur public pèse à titre principal sur le marché obligataire, mais l'évolution de l'ensemble du marché des capitaux en dépend cependant, directement ou indirectement. Ainsi les avantages et la prédominance des administrations et des entreprises publiques sur le marché comportent en contrepartie une responsabilité particulière dans la prévention et la correction d'éventuels déséquilibres, sans que cela implique toutefois que la charge de l'ajustement doive reposer uniquement sur elles.

A. L'INSUFFISANCE DES MÉCANISMES RÉGULATEURS

14. Un libre recours aux marchés des capitaux des pays partenaires pourrait permettre à certains Etats membres de satisfaire leurs besoins de financement publics et privés dans une plus large mesure et à des conditions plus favorables que sur leur marché intérieur.

Dans une première hypothèse, ce recours pourrait essentiellement être le fait d'emprunteurs publics. Les opérations de « transformation » de l'épargne liquide à travers les circuits de financement public butant contre des limites quantitatives, l'Etat et les collectivités locales considéreraient dans ce cas un endettement extérieur comme la seule solution alternative soit à un resserrement peu souhaitable des moyens financiers laissés à la disposition des entreprises privées, soit à la mise en œuvre, qui pourrait elle aussi s'avérer inopportune, d'un financement complémentaire de type monétaire.

Dans le cadre d'une politique tendant à réserver une partie adéquate de l'offre interne de capitaux aux entreprises privées, les entreprises publiques pourraient de même être expressément invitées à emprunter sur les marchés étrangers auxquels, en raison de leur importance et de la garantie implicite ou explicite de l'Etat, elles pourraient accéder de manière relativement aisée.

Le coût des capitaux, qui conditionne dans une large mesure l'endettement des entreprises privées, n'affecte que de manière limitée les décisions d'emprunt des administrations et des entreprises publiques dont la demande de fonds est relativement inélastique. Le marché intérieur étant déjà tendu et la faculté de s'endetter à l'extérieur offerte, il pourrait en être fait usage dans une large mesure.

Un processus inverse aurait peut-être encore plus fréquemment des chances de se développer : le financement des administrations et des entreprises publiques étant assuré par le marché national, les entreprises privées procéderaient à des emprunts extérieurs. Ces emprunts pourraient n'être que la conséquence logique des tensions et des hausses des taux d'intérêt sur le marché interne à la suite de prélèvements publics prioritaires ou se présenter comme l'aboutissement d'une politique délibérée des pouvoirs publics. Il y a d'ailleurs lieu de remarquer que dans l'hypothèse d'une hausse relative des taux d'intérêt, les déséquilibres peuvent également se diffuser à travers les achats d'obligations intérieures effectués par des résidents des autres pays membres. En pratique, ce processus de transmission se révélera souvent même plus important que les appels directs effectués par des émetteurs du pays en question sur les autres marchés de la Communauté.

15. Quelles que soient, en définitive, les modalités de leur propagation, des tensions sur le marché interne des capitaux se traduiraient donc par le déplacement d'une fraction de la demande de fonds sur les autres marchés de la Communauté.

Il est possible qu'un ou plusieurs de ces marchés, d'ordinaire insuffisamment approvisionnés, soient temporairement à l'aise. Dans ces conditions, non seulement la venue d'emprunteurs étrangers ne déterminerait pas un déséquilibre, mais l'opération permettrait de réduire utilement les tensions existant sur le marché national desdits emprunteurs.

Cette demande additionnelle peut cependant renforcer sur certains marchés des déséquilibres préexistants ou, sur d'autres en équilibre instable, provoquer des perturbations.

Un accroissement rapide de l'offre de capitaux sur le marché européen permettrait seul de faire face à ces risques en répondant aux besoins conjugués de l'ensemble des Etats, collectivités locales, entreprises publiques et privées. Or, même en escomptant un développement de la propension à l'épargne dans la Communauté et une augmentation plus rapide, parallèlement au processus d'intégration financière, du volume des épargnes disposées à se placer à long terme, il n'en demeure pas moins que la réalisation automatique de l'équilibre recherché resta problématique.

16. Dès lors, pour que le développement du marché européen des capitaux puisse se réaliser sans tensions graves, il importe que se poursuive le rapprochement des conditions des divers marchés, dont la mise en communication soulèverait ainsi moins de réserves. Ceci apparaîtrait d'autant plus nécessaire qu'au cours des années récentes, mal-

gré l'existence d'obstacles précis aux mouvements de capitaux, des tensions surgies sur l'un ou l'autre des marchés se sont propagées avec une rapidité croissante dans la Communauté. Lorsque l'écart entre la demande globale de fonds des secteurs privé et public et l'offre de capitaux tend à s'accroître sur un marché, la restauration de l'équilibre devient donc un problème d'intérêt commun pour l'ensemble des Etats membres.

Le problème central que pose ce retour à l'équilibre est celui de savoir si un caractère plus ou moins prioritaire doit être accordé à la demande des administrations et des entreprises publiques ou, au contraire, réservé à celle des entreprises privées. Le choix est d'ordre politique : il peut amener suivant le cas à faire peser l'essentiel de l'ajustement — par une réduction provoquée de leur demande de capitaux — sur le secteur public ou sur le secteur privé. La situation qui prévaut dans la Communauté — situation dont les analyses et les projections budgétaires montrent qu'elle s'inscrit dans une tendance durable — indique que dans la conjoncture présente la charge de l'ajustement devrait concerner principalement le secteur public. Le projet de « programme de politique économique à moyen terme » montre d'ailleurs que ceci n'implique pas une réduction des investissements publics — que des besoins collectifs en accroissement rendent indispensables — mais seulement un réaménagement global des conditions de financement de l'ensemble des investissements. Ce réaménagement qu'exige la réalisation d'une croissance durable sans tensions appelle entre autres : sur un plan général, une moindre progression des dépenses de consommation et, en ce qui concerne les administrations et les entreprises publiques l'acceptation de certains principes. Il est clair cependant qu'un certain nombre de dépenses des administrations, considérées comme des dépenses de consommation (enseignement, recherche, etc.) relèvent de politiques de transformations structurelles et, à ce titre, sont tout autant prioritaires que des dépenses d'investissement. Une plus grande rigueur budgétaire passe donc par un aménagement des comptes publics qui fasse apparaître l'ensemble des dépenses complémentaires d'investissement et de fonctionnement à financer en priorité.

La fixation des principes précédents — en l'occurrence des règles à suivre pour la gestion des finances publiques et pour la couverture des besoins financiers des entreprises publiques — constitue l'élément central des développements consacrés par le projet de programme précité à la politique des finances publiques.

CONCLUSIONS

17. En définitive, une discipline financière plus rigoureuse adoptée par l'Etat, les collectivités locales et les entreprises publiques contribuerait efficacement à empêcher ou à freiner le développement de tensions locales et leur diffusion aux autres marchés des capitaux. Cette conclusion du groupe d'experts repose sur les considérations suivantes :

(1) L'intensification des liaisons entre les marchés financiers nationaux peut permettre la satisfaction d'éventuels excédents de la demande de capitaux du secteur public comme du secteur privé en réduisant les risques de tension qui pourraient apparaître sur un marché isolé.

(2) Cependant, l'ampleur de la demande potentielle ne permet pas d'escompter l'obtention d'un équilibre automatique sur le marché européen des capitaux. Le processus d'intégration apparaît de ce fait largement conditionné par la réduction des pressions exercées sur les marchés nationaux par les diverses catégories de demandeurs.

(3) Dans la conjoncture présente, la charge des ajustements nécessaires sur chaque marché incombe plus particulièrement aux organismes du secteur public, qui devraient réaménager certains aspects de leurs politiques de financement.

B. LES MODALITÉS DE FINANCEMENT ET L'ÉQUILIBRE DES MARCHÉS

18. La situation de la plupart des marchés des capitaux permet de définir les domaines où devrait s'exercer pendant les prochaines années, l'auto-discipline des Etats, des collectivités locales et des entreprises publiques : l'ampleur de leur appel au marché tout d'abord, qu'il serait souhaitable de voir réduit dans la mesure où, trop important, il en vient à compromettre les possibilités de financement externe des entreprises; les formes de cet appel ensuite, qu'il serait opportun de modifier dans le sens d'une atténuation des différences entre les conditions imposées aux diverses catégories d'emprunteurs et d'une plus grande diversification des modalités de recours aux épargnes privées.

A) L'ETAT

19. La réduction de la demande de l'Etat sur le marché financier ne peut découler des seuls mécanismes de ce dernier. Une restriction — nécessaire et souhaitable — des privilèges particuliers qui aident au placement prioritaire de leurs titres ne peut en effet ôter aux pouvoirs publics les avantages naturels dont ils disposent en tout état de cause. Par ailleurs, les choix qui sont à l'origine des besoins de financement sont de nature politique : la demande publique de capitaux ne sera donc pas infléchie de manière significative par l'évolution des taux d'intérêt.

20. C'est dire qu'une moindre pression de l'Etat sur le marché doit procéder elle-même de choix politiques aboutissant à améliorer l'équilibre budgétaire.

Etant donné que dans la plupart des Etats membres, une importance prioritaire est accordée aux investissements publics, cet objectif ne peut être atteint qu'à travers des économies sur la consommation publique est par un meilleur équilibre des systèmes de sécurité sociale. Cependant, ce freinage de l'accroissement de certaines dépenses publiques rencontre des limites qui risquent de rendre inévitable un accroissement des prélèvements fiscaux. Ces prélèvements accrus, nécessaires « tant du point de vue de l'équilibre économique général que du financement lui-même », le projet de « programme de politique économique à moyen terme » préconise qu'ils s'effectuent au détriment des dépenses de consommation privée, « de manière à compromettre le moins possible la formation d'épargne privée et l'effort d'investissement des entreprises ».

Dans le cadre de ce réaménagement du financement de l'Etat, le groupe estime qu'une programmation budgétaire pluri-annuelle portant particulièrement sur les investisse-

ments publics, au sens large du terme, permettrait utilement de combiner dans le temps prélèvements fiscaux et appels au marché. Cette programmation pourrait aboutir à répartir les investissements publics en deux groupes. Feraient partie d'une première catégorie ceux qui, s'insérant dans un effort déterminé de réforme des structures dont le développement est impératif, ne pourraient être retardés et devraient, par voie d'impôt ou d'emprunt, être financés en toutes circonstances. Relèveraient par contre d'une seconde catégorie des investissements dont la mise en œuvre ne s'effectuerait qu'en fonction de la situation du marché des capitaux : les emprunts destinés à les couvrir ne seraient émis que dans la mesure où ils ne risqueraient pas de réduire outre mesure les possibilités de financement des autres secteurs de l'économie. Une telle différenciation entre investissements publics satisferait ainsi aux exigences de la politique conjoncturelle et permettrait de régulariser l'évolution du marché des capitaux.

B) LES COLLECTIVITÉS LOCALES

21. La réalisation des objectifs indiqués suppose une discipline rigoureuse de toutes les administrations publiques. Or, l'autonomie financière des collectivités locales risque sur ce point de dresser certains obstacles. L'exigence de l'équilibre budgétaire et la règle habituellement imposée, au niveau des finances locales, de l'antériorité des recettes sur les dépenses ne constituent pas, en effet, une garantie réelle contre l'apparition de déséquilibres dans la structure du financement de ces collectivités. En pratique, le volume des ressources à dégager est fonction des charges jugées nécessaires. Toutefois, la large autonomie de fait des collectivités locales, en ce qui concerne leur dépense, ne se double pas d'une autonomie dans le choix des moyens à mettre en œuvre pour assurer sa couverture et, dans la plupart des cas, l'aptitude des systèmes fiscaux locaux à s'adapter à l'évolution des besoins est réduite. Le montant des subventions étatiques échappant par ailleurs au pouvoir de décision des autorités locales, le seul moyen disponible pour compléter des ressources insuffisantes est l'emprunt.

Quelles qu'en soient les modalités, la demande des collectivités locales contribue actuellement de façon sensible à la pression qui s'exerce sur le marché des capitaux. Manifeste lorsque l'appel au marché se réalise à travers l'émission de titres obligataires, cette pression est non moins réelle, quoique moins apparente, lorsque les collectivités locales recourent à des instituts de crédit publics ou semi-publics spécialisés, aux caisses d'épargne et à leurs organismes centraux, ou encore à des organismes particuliers tels que compagnies d'assurance, banques hypothécaires, etc. En effet, s'agissant des instituts de crédit publics et des caisses d'épargne, leurs ressources sont elles-mêmes constituées en grande partie par des capitaux prélevés sur le marché à l'aide d'emprunts obligataires ou par des fonds qui, collectés à travers des circuits financiers spécifiques, auraient pu alimenter directement l'offre sur le marché des capitaux.

22. Une limitation de l'endettement des collectivités locales devrait être recherchée en tenant compte de la double nécessité d'adapter constamment leur recours à l'emprunt à la situation conjoncturelle et d'assurer en toutes circonstances la réalisation des investissements prioritaires. Les réponses possibles au problème ainsi posé pourraient être recherchées dans deux directions.

23. En premier lieu, une plus grande autonomie fiscale donnerait aux collectivités locales la possibilité de réduire le montant des emprunts nécessités par un volume donné de dépenses.

24. En second lieu, le recours complémentaire à l'emprunt gagnerait à être organisé de manière plus rationnelle, en tenant compte notamment de la faible élasticité de la demande de capitaux des collectivités locales par rapport aux conditions du marché : en effet, les collectivités locales sont souvent amenées par des impératifs politiques à se présenter sur le marché même lorsque la situation de ce dernier le déconseillerait. L'intervention d'une institution spécialisée de crédit, qui centraliserait les demandes des collectivités locales et y répondrait en se refinançant elle-même sur le marché financier, pourrait être de nature à améliorer leurs modalités d'appel au crédit, comme le fait l'organisme opérant en ce domaine aux Pays-Bas : la Bank voor Nederlandsche Gemeenten. Cette formule aurait l'avantage de dégager avec précision l'ampleur des besoins à satisfaire et l'institution pourrait alors agencer les prélèvements de capitaux en tenant compte simultanément de la demande globale des collectivités locales et de l'exigence d'éviter toute perturbation du marché. Du reste, un tel organisme pourrait n'intervenir que dans des situations particulières déterminées en fonction de critères objectifs, comme les tendances des taux d'intérêt ou le rythme d'accroissement des emprunts des collectivités locales. Dans de telles situations, même les collectivités qui se financent normalement par l'émission d'emprunts seraient invitées à s'adresser à cet organisme qui, prélevant des ressources sur le marché dans des limites compatibles avec le maintien de l'équilibre, les répartirait entre les diverses collectivités locales. Resterait deux problèmes auxquels il faudrait probablement donner une solution : d'une part, il y aurait lieu, semble-t-il, de ne pas limiter cette procédure aux seules collectivités locales, mais de l'étendre aux entreprises dont la majorité du capital appartient à ces dernières. D'autre part, il faudrait pouvoir imposer une discipline de même nature au recours à des sources de financement autres que l'emprunt obligataire.

Techniquement cohérente, la solution proposée comporterait cependant l'inconvénient de modifier les rapports existant entre pouvoir central et pouvoirs locaux. Dans un Etat membre qui, comme l'Allemagne, a une structure fédérale, elle n'apparaît de plus praticable qu'à la condition d'être organisée à l'échelon des Länder. Il n'en demeure pas moins que, malgré les obstacles que rencontre sa réalisation et le fait qu'elle donne naissance à un circuit de financement spécialisé, cette solution permettrait de mieux organiser l'autodiscipline des administrations publiques. En outre, le refinancement de l'institution en question pourrait avoir des effets favorables sur le développement d'un marché européen des capitaux, où un émetteur possédant une surface financière importante et bénéficiant très vraisemblablement de la garantie de l'Etat jouirait de la faveur des épargnants même sur d'autres marchés que le sien.

C) LES ENTREPRISES PUBLIQUES

25. L'importance du financement obligataire des entreprises publiques a des causes qui varient avec la nature de l'entreprise et de ses activités : une réduction de leur appel global au marché des obligations, qui constitue, comme on le verra, un objectif souhaitable, suppose que des aménagements adaptés à chaque cas soient introduits dans leur gestion financière.

Fondamentale à cet égard est la distinction déjà faite entre les entreprises publiques du secteur concurrentiel et celles, productrices de services publics, dont les prix sont tarifés.

26. Les entreprises publiques qui œuvrent dans le secteur concurrentiel de l'économie ont souvent des marges d'autofinancement qui se rapprochent de celles de leurs homologues privés.

Les entreprises publiques dont les services sont livrés contre paiement d'un prix tarifaire sont les plus nombreuses. Elles comprennent en particulier les compagnies productrices et distributrices de gaz et d'électricité ainsi que les entreprises de transport ferroviaire. En ce qui les concerne, un effort de clarification devrait amener à distinguer, au niveau de leur gestion, ce qui relève de la logique du marché et ce qui relève de redistributions socio-politiques. On pourrait dès lors cerner deux groupes d'entreprises.

Un premier groupe rassemblerait toutes celles pour lesquelles le passage progressif d'un système de prix « politiques » à un système de prix « vrais » — reflétant les coûts des services rendus — apparaîtrait possible. Au terme de l'évolution, les recettes de ces entreprises devraient, au-delà des charges ordinaires d'exploitation, couvrir un taux normal d'amortissement et, même, dégager une marge d'autofinancement nette.

Si, pour les entreprises d'un second groupe, le maintien de prix « politiques » apparaissait cependant nécessaire, le problème de la couverture des charges d'exploitation et du financement des investissements demeurerait entier ainsi que, en corollaire, celui de la limitation du recours au marché des capitaux. Dans cette hypothèse, les recettes autorisées par le niveau des tarifs devraient au moins couvrir les dépenses d'exploitation et si, dans certains cas, cette couverture minimale n'était même pas assurée, il conviendrait de financer par l'impôt le déficit.

Une marge d'autofinancement inexistante ou très faible laisserait subsister le problème de la couverture des dépenses en capital. Le dégagement des ressources nécessaires, qu'elles soient fournies par des dotations de l'administration qui contrôle l'entreprise ou par un appel direct de celle-ci au marché, implique dans les deux cas une pression sur ce dernier. Dans la période actuelle, des dotations de l'Etat ou des collectivités locales supposent en effet, compte tenu du déficit de leurs opérations globales en capital, des prélèvements accrus sur le marché des capitaux. L'émission directe d'obligations par l'entreprise publique aboutit à un résultat identique.

Au total, après avoir constaté, d'une part, le caractère inévitable du maintien de prix « socio-politiques » pour divers services publics, d'autre part, la nécessité de freiner un endettement excessif des entreprises productrices, on peut estimer que ce dernier objectif serait d'autant plus aisément atteint que certaines règles de gestion de base seraient respectées. Ainsi, il serait particulièrement souhaitable que la fixation des tarifs permette en toute circonstance à l'entreprise, au-delà de la couverture de ses dépenses d'exploitation, le renouvellement de ses équipements.

27. Le financement externe de l'entreprise publique ainsi ramené à des proportions que puisse tolérer sans tensions excessives le marché des capitaux, demeurerait cepen-

dant le problème de ses modalités, dans la mesure où le financement en cause contiendrait à peser essentiellement sur le marché obligataire. A cet égard, l'exemple récent de l'ENEL en Italie est particulièrement significatif : depuis le passage de l'industrie électrique sous le contrôle de l'Etat, cet organisme s'est financé exclusivement par voie d'emprunt, alors qu'auparavant les sociétés qu'il a absorbées procédaient à des émissions d'actions dont le volume dépassait de beaucoup celui des obligations qu'elles émettaient par ailleurs. De ce fait, la nationalisation a eu pour conséquence d'introduire un déséquilibre sur le marché des capitaux.

Les tensions qui s'attachent à un financement exclusivement obligataire des entreprises publiques pourraient être réduites dans la mesure où seraient émis des titres présentant certaines des caractéristiques des actions auxquelles les souscripteurs sont habitués, mais dont la diffusion au sein du public ne risquerait cependant pas de remettre en cause le contrôle des pouvoirs publics sur les entreprises.

Parmi les formules qui ont été expérimentées, celle liant le capital et/ou les intérêts de l'emprunt à la vie économique de l'entreprise publique présente à cet égard un intérêt particulier. Ces formules seront examinées au chapitre 9.

28. Toujours dans le but de diversifier et d'équilibrer les formes de recours au marché des capitaux, il serait surtout souhaitable que les entreprises publiques recourent de manière plus systématique au marché des actions. Mais, sauf dans l'hypothèse où l'entreprise est destinée à perdre son caractère public et où, de ce fait, l'émission d'actions ordinaires ne rencontrerait aucune limite quantitative, l'appel régulier à des capitaux à risque suppose l'utilisation de titres présentant des caractéristiques originales. Il semble sur ce point que l'émission d'actions privilégiées et d'actions sans droit de vote pourrait utilement permettre aux entreprises publiques ayant la forme de sociétés anonymes de se financer largement sur le marché des actions sans que se pose pour autant le problème du contrôle des pouvoirs publics. On remarquera en tout état de cause — et certains exemples italiens (entreprises IRI) et allemands sont probants à cet égard — que le maintien du contrôle en question peut être dans de nombreux cas compatible avec une large participation du capital privé.

Cette formule semble particulièrement convenir aux entreprises œuvrant dans le secteur concurrentiel de l'économie. Elle apparaît par contre moins adaptée au financement des entreprises productrices de services publics. En effet, même au cas où la fixation de leurs tarifs ne tient pas compte de facteurs socio-politiques extérieurs, ces dernières ne sont pas gouvernées, dans leur gestion, par l'intérêt des actionnaires. Dès lors, dans certains cas, les dividendes qu'elles seraient en mesure d'offrir aux porteurs de leurs actions pourraient ne différer que modérément des revenus garantis à de simples obligataires. S'il en était ainsi, l'émission de tels titres ne contribuerait que dans une mesure limitée à réduire la prédominance généralisée du financement obligataire.

29. En tout état de cause, le financement par obligations demeurerait essentiel pour les entreprises publiques et il conviendrait en conséquence que soient réduites les perturbations que, du seul fait de ses modalités, ce financement pourrait occasionner au marché.

Des avantages divers dont bénéficient les émissions des entreprises publiques, certains — faibles frais de publicité, exemptions de commissions bancaires, etc. — ne

sont pas liés à la nature publique de l'emprunteur mais à sa taille. Des émetteurs privés de taille identique étant en mesure de bénéficier d'avantages du même ordre, ils ne peuvent être considérés comme fondant une discrimination quelconque au détriment des entreprises du secteur privé.

L'octroi de privilèges fiscaux ou financiers, ou encore l'emploi de moyens de procédure — un agencement adéquat du calendrier des émissions — aboutissent par contre à une telle discrimination dans la mesure où elles favorisent les émissions publiques. Une suppression pure et simple des avantages en question n'est ni facilement concevable, ni forcément souhaitable. Ceux-ci peuvent en effet se présenter comme la contrepartie de charges ou d'obligations spécifiques pesant sur l'entreprise publique. Dans ce cas, loin de favoriser arbitrairement cette dernière, ils lui apportent une compensation pour les désavantages résultant de conditions d'exploitation particulières. En conséquence, le maintien de ces avantages peut dans ce cas précis être justifié. Afin de supprimer les discriminations entre emprunteurs et les déséquilibres qui pourraient en résulter pour le marché, il conviendrait toutefois, d'une part, d'en étendre le bénéfice aux entreprises privées auxquelles se trouvent imposées les mêmes contraintes et les mêmes obligations, d'autre part, de veiller à ce que — ces contraintes et obligations ayant disparu — les avantages compensatoires soient modifiés en conséquence.

C. L'ORGANISATION DE L'ACCÈS DES ÉTATS ET COLLECTIVITÉS LOCALES AU MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

30. Une réduction harmonisée des pressions exercées sur les marchés des capitaux nationaux par la demande globale des secteurs public et privé apparaît comme l'un des facteurs essentiels de la poursuite du processus d'intégration. La conjoncture actuelle dans la plupart des pays membres rend souhaitable comme on vient de l'exposer, une réduction des appels au marché des organismes du secteur public.

Cette condition préalable de l'accès de ces mêmes organismes aux marchés des pays partenaires ne suffit cependant pas à garantir que leur recours aux possibilités additionnelles de financement ainsi offertes puisse s'effectuer sans tensions, en l'absence d'une discipline volontaire, puis concertée, des pays partenaires.

Il convient de s'interroger sur la portée concrète exacte de l'article 68, paragraphe 3 du traité de Rome qui dispose que les « emprunts destinés à financer directement ou indirectement un Etat membre ou ses collectivités publiques territoriales ne peuvent être émis ou placés dans les autres Etats membres que lorsque les Etats intéressés se sont mis d'accord à ce sujet ». En effet, comme il a déjà été dit, tout déséquilibre provoqué sur un marché interne par un endettement excessif des administrations et des entreprises publiques peut se diffuser aux autres marchés par l'intermédiaire des entreprises privées amenées à déplacer leur demande de capitaux sur ces marchés et sans que les administrations et entreprises publiques procèdent elles-mêmes à des emprunts extérieurs. Il apparaît dès lors que la disposition précitée du traité de Rome ne règle que la procédure de l'ouverture réciproque des marchés aux emprunteurs publics et que le problème des critères d'appréciation auxquels il conviendrait de se référer, dans le cadre de procédure fixé, pour décider du rythme et des modalités de cette ouverture demeure posé.

Un critère objectif pourrait être constitué par le degré de conformité de l'emprunt « public » extérieur avec les fins générales de l'intégration économique. Mais en pratique, ce degré de conformité ne peut lui-même être apprécié que par rapport aux buts d'une politique économique définie dans un cadre communautaire. C'est dire que la possibilité de se référer à un critère objectif dépend du degré d'élaboration de cette politique. Les critères d'appréciation effectifs ne peuvent donc que varier dans le temps, parallèlement à son élaboration : pendant une période de transition, où les éléments qui, sur le plan communautaire, permettront de juger de l'opportunité d'emprunts du secteur public à l'étranger se dégagent progressivement, seules des réponses pragmatiques au problème posé apparaissent possibles.

31. Néanmoins, certaines des conditions et procédures d'accès au marché financier des Etats et des collectivités locales au marché européen des capitaux pourraient d'ores et déjà être aménagées.

A cet égard, l'harmonisation des avantages et privilèges s'attachant aux titres publics apparaît comme une condition essentielle. Il conviendrait en premier lieu que soient fixés de façon concertée les avantages particuliers pouvant accompagner l'émission d'emprunts publics sur le marché d'un autre pays membre; ceci afin de prévenir toute surenchère éventuelle dans l'appel au marché. Il serait souhaitable, par ailleurs, que les privilèges accompagnant les émissions de titres publics nationaux sur les marchés internes soient eux-mêmes harmonisés. Dans ce cas, il s'agirait d'éviter que des différences dans la nature et l'intensité des privilèges n'introduisent des distorsions dans la diffusion des titres et que, sans pour autant recourir directement aux marchés des capitaux des partenaires, un Etat membre ait la possibilité de placer une fraction de ses émissions auprès de résidents étrangers grâce à de tels avantages.

Cette double harmonisation — qui devrait elle-même, à terme, aboutir à égaliser les conditions des émissions publiques sur le marché intérieur et sur le marché extérieur — contribuerait donc à fixer les règles à suivre par les emprunteurs publics d'un pays membre pour faire appel aux épargnes privées des pays partenaires au sein d'un marché intégré.

Conclusions

32. Le groupe estime qu'un aménagement des conditions de financement des administrations et des entreprises publiques devrait permettre de contenir la pression globale des emprunteurs privés et publics sur les divers marchés dans des limites et des formes compatibles avec le développement de leurs liaisons financières. Il conviendrait aussi de réunir parallèlement certaines des conditions d'un accès direct des Etats et des collectivités locales au marché européen des capitaux. Les mesures suivantes pourraient à son avis contribuer utilement à la réalisation de ces objectifs :

- 1) le financement d'une plus grande partie des investissements des administrations publiques par l'épargne de ces mêmes administrations;
- 2) une reconsidération du traitement particulier accordé aux emprunts émis par ces dernières;

- 3) une plus grande flexibilité des programmes d'investissements publics — conçus au sens large — qui permettrait, soit de différer certaines réalisations si leur financement risquait de déséquilibrer le marché des capitaux, soit au contraire de stimuler ces réalisations en fonction de la situation conjoncturelle;
- 4) l'octroi, aux collectivités locales, d'une plus grande autonomie fiscale;
- 5) une organisation des opérations d'emprunt des collectivités locales comportant leur centralisation auprès d'une institution spécialisée se refinançant sur le marché, cette centralisation n'intervenant que dans l'hypothèse de tensions sur le marché ou ayant lieu de manière permanente;
- 6) une tarification des services publics de nature à permettre aux entreprises productrices de couvrir au moins leurs dépenses d'exploitation et d'assurer le renouvellement de leur équipement;
- 7) des apports en capital de l'Etat — à financer par l'impôt — lorsque l'entreprise publique ne peut dégager une marge normale d'autofinancement net;
- 8) une diversification des titres offerts par les entreprises publiques, qui leur permettrait — plus particulièrement à celles du secteur concurrentiel de l'économie — de recourir à des capitaux à risques;
- 9) une réduction des discriminations entre emprunteurs obligataires fondées sur la nature privée ou publique de l'entreprise émettrice;
- 10) une délimitation stricte des avantages particuliers pouvant accompagner l'émission d'emprunts publics sur le marché d'un autre pays membre et une harmonisation des caractéristiques des émissions de titres publics nationaux sur les marchés internes.

TROISIÈME PARTIE

L'ÉLARGISSEMENT DES CIRCUITS DU CRÉDIT

L'un des traits caractéristiques de la structure des marchés des capitaux dans les pays de la Communauté est l'importance des concours apportés sous forme de crédits à moyen et à long terme au financement des investissements.

Cette constatation conduit à penser qu'il ne saurait exister de véritable marché européen des capitaux sans que des relations s'établissent entre les organismes et les circuits qui assurent, d'une manière aussi prééminente, le financement de l'expansion économique dans les pays de la Communauté.

L'établissement de ces liens se heurte cependant à divers obstacles.

En effet, les techniques de crédit, et surtout le rôle des organismes qui les mettent en œuvre, répondent souvent à des préoccupations divergentes. L'intervention des institutions du secteur public qui, en Belgique, en France et en Italie, assurent concurrence avec le système bancaire les financements de durée moyenne et longue, pose en particulier de délicats problèmes institutionnels, en raison de la vocation essentiellement nationale de ces organismes.

Par ailleurs, si l'on considère les domaines auxquels bénéficient les concours à moyen et long terme, c'est-à-dire l'équipement industriel ou agricole, la construction immobilière et l'équipement des collectivités locales, on ne saurait oublier que, dans plusieurs pays, les problèmes du logement et de l'infrastructure urbaine et rurale continuent d'apparaître comme des questions dont la solution repose largement sur la responsabilité de la puissance publique.

A ces obstacles institutionnels ou politiques s'ajoutent des difficultés propres aux opérations financières internationales, le problème du risque de change et celui des garanties et sûretés offertes aux bailleurs de fonds.

Deux études successives ont été abordées : la première porte sur les problèmes posés par le développement des crédits d'équipement industriel; la seconde traite des crédits en faveur du logement et de l'équipement des collectivités locales.

LE CRÉDIT À MOYEN ET À LONG TERME POUR L'ÉQUIPEMENT INDUSTRIEL

1. Les crédits d'équipement à moyen et à long terme obtenus par les entreprises industrielles européennes auprès des banques, des institutions spécialisées ou d'autres institutions financières représentent l'une de leurs sources de financement externes les plus importantes. Dans tous les pays membres, les besoins de financement externe à moyen et à long terme des entreprises se sont accrus au cours des dernières années en raison notamment de l'amenuisement des marges bénéficiaires — donc des possibilités d'autofinancement — et de la nécessité de consolider l'endettement à court terme un peu excessif contracté pendant plusieurs années d'expansion rapide.

— La première section de ce chapitre rappelle les caractères généraux de la distribution des crédits à moyen et à long terme et traite de l'influence qu'exercent les pouvoirs publics sur l'octroi de ces crédits.

— Dans la deuxième section sont analysées les techniques susceptibles d'assurer le développement des crédits internationaux et l'interpénétration des réseaux bancaires.

— La troisième section, enfin traite de l'aspect sous lequel les avantages d'un marché européen des capitaux pourront être appréciés le plus rapidement : l'utilisation des techniques de refinancement.

I. Les caractères généraux de la distribution du crédit à moyen et à long terme

2. Outre les banques, des institutions spécialisées, très souvent à caractère public ou semi-public, des caisses d'épargne ou leurs institutions centrales, des compagnies d'assurances, l'Etat — dans la mesure où il intervient directement —, consentent des crédits à moyen et à long terme aux entreprises industrielles.

Il n'entre pas dans le cadre de ce rapport d'analyser de façon détaillée les marchés du crédit à moyen et à long terme dans les divers pays membres. Il convient cependant de caractériser ces marchés par quelques éléments particulièrement significatifs.

A. LES ORGANISMES DE FINANCEMENT

A) LE SYSTÈME BANCAIRE

3. Pour répondre à l'intensification de la demande des entreprises, les banques ont essayé de développer leurs activités à moyen terme dans la mesure où des réglementations parfois restrictives le leur permettaient.

Au Luxembourg, la presque totalité des financements externes obtenus par les entreprises industrielles sous forme de crédits à moyen et à long terme semble être fournie par les banques.

Les crédits à moyen et à long terme octroyés à l'industrie par le secteur bancaire au sens strict représentent, en Allemagne, en France et aux Pays-Bas, un pourcentage élevé, de l'ordre d'un tiers de l'ensemble des crédits à moyen et à long terme accordés à l'industrie. En France, la majeure partie des crédits accordés sont des crédits à moyen terme réescomptables.

Les emplois à moyen et à long terme des banques en Italie et en Belgique sont assez limités. Ainsi, en Italie, les banques ne peuvent s'engager directement dans l'octroi de crédits à moyen terme, mais contribuent au financement des investissements, d'une part, par des crédits à court terme régulièrement renouvelés, d'autre part, par un apport de ressources aux institutions spécialisées à travers l'achat de leurs obligations et par la canalisation vers elles de dépôts collectés auprès du public. En Belgique, d'autre part, l'activité des banques dans ce domaine est relativement récente.

B) LES INSTITUTIONS SPÉCIALISÉES

4. Dans ce contexte, s'est développée, particulièrement en Italie et en Belgique, mais aussi en France, l'action d'institutions spécialisées dans le crédit industriel à moyen et à long terme. En Italie, cette évolution a été renforcée par l'établissement, à côté d'institutions à vocation générale, d'institutions particulières destinées à encourager le développement régional. En Belgique, par contre, le système des institutions spécialisées reste fortement centralisé, une seule institution accordant environ les trois quarts des crédits. En France, diverses institutions spécialisées accordent, sur leurs fonds propres, sur les ressources mises à leur disposition par l'Etat (fonds de développement économique et social) et sur leurs ressources d'emprunt, des crédits directs à moyen et à long terme aux entreprises, notamment aux entreprises nationalisées et assurent la mobilisation des crédits à moyen terme accordés par les banques. Alors que le rôle des institutions spécialisées s'est relativement restreint en Allemagne et aux Pays-Bas, lorsque les établissements traditionnels de crédit ont pu retrouver les moyens nécessaires pour remplir cette fonction, les activités des organismes de financement du secteur public ou semi-public ont continué à jouer un rôle capital en Italie, en Belgique et en France. Dans ces pays, le rôle des institutions spécialisées s'est trouvé renforcé du fait qu'elles ont servi d'intermédiaire principal, sinon exclusif, à la distribution des capitaux publics ou des subventions consacrées par l'Etat aux investissements. Ce fut le cas en Belgique jusqu'en 1959 et c'est encore largement le cas en Italie et en France.

C) LES CAISSES D'ÉPARGNE ET LES ORGANISMES D'ASSURANCE ET DE PRÉVOYANCE

5. Les ressources de ces institutions sont, dans l'ensemble de la Communauté, essentiellement dirigées vers le financement des équipements collectifs et des logements, en raison de la priorité que les pouvoirs publics ont accordée à la satisfaction de ces besoins. Cette orientation privilégiée des ressources de ces institutions est également due à leurs possibilités limitées d'octroi de crédits à l'industrie en raison de dispositions statutaires, législatives ou administratives originaires prévues pour assurer la protection de l'épargnant. Cette règle générale voit cependant de notables excep-

tions : ainsi les caisses d'épargne et surtout leurs institutions centrales viennent en Allemagne, au premier rang parmi les sources de financement à moyen et long terme des entreprises petites et moyennes.

Une évolution dans le sens d'une participation accrue du système des caisses d'épargne au financement industriel semble aussi s'amorcer dans d'autres pays membres.

6. Les compagnies d'assurance vie et fonds de pension viennent à la première place parmi les sources de financement de l'équipement industriel aux Pays-Bas, où leurs concours sous forme de prêts contre reconnaissance de dettes (*onderhandse leningen*) représentent environ la moitié du total des crédits fournis. En Allemagne, les compagnies d'assurance vie fournissent environ le quart des crédits d'équipement industriel en recourant à une technique d'une souplesse semblable (*Schuldscheindarlehen*).

Il convient de noter, par ailleurs, que l'apport de ces institutions au financement des entreprises ne se limite pas à l'octroi direct de prêts, mais résulte également de l'orientation de capitaux vers l'industrie par l'achat de valeurs mobilières.

B. *L'INTERVENTION DES POUVOIRS PUBLICS*

7. L'intervention des pouvoirs publics dans le secteur des crédits d'équipement industriel se manifeste soit par l'octroi direct de crédits soit par leur distribution à travers des organismes déterminés. Des conditions privilégiées ont souvent été accordées à de tels organismes par les pouvoirs publics sous forme d'avantages fiscaux, garanties, priorité dans l'accès au marché financier. Dans presque tous les Etats membres l'octroi de bonifications d'intérêt en faveur de certains emprunteurs influence de façon importante le financement industriel.

La réduction des conditions privilégiées dont bénéficient les organismes spécialisés publics ou semi-publics pour la collecte de leurs ressources est de nature à rapprocher les conditions dans lesquelles les diverses institutions peuvent avoir accès au marché. Le groupe d'experts est toutefois conscient des exigences qui ont inspiré la création d'institutions ayant pour mission de contribuer au financement des investissements dans certaines régions défavorisées ou dans des secteurs nécessitant une aide particulière. L'harmonisation de ces mesures relève des dispositions du Traité concernant les aides d'Etat, qui se situent hors du cadre de ce rapport.

Comme on l'a indiqué au chapitre 5, il conviendrait d'éviter toute liaison exclusive entre l'octroi d'aides sous forme de bonifications d'intérêt et le recours à une institution — ou à une catégorie d'institutions — déterminée. Compte tenu de l'importance que revêtent ces aides dans tous les pays membres, une telle mesure apparaît comme fondamentale pour l'établissement d'une concurrence efficace entre les institutions de crédit sur un marché européen.

En conclusion de cette analyse, il apparaît au groupe d'experts que l'approvisionnement de l'industrie en crédit à moyen et à long terme à travers la Communauté, se réalise, dans les divers pays, dans des conditions fort différentes : toutefois la spé-

cialisation des institutions de crédit montre une tendance à s'atténuer, ce qui facilitera leur insertion dans les courants internationaux de capitaux. Une telle évolution reste cependant largement conditionnée par l'aménagement des techniques d'intervention des pouvoirs publics dans ce domaine.

II. Les crédits bancaires internationaux et l'interpénétration des réseaux bancaires

8. L'objectif essentiel de l'élargissement des circuits de crédit à moyen et à long terme est d'offrir aux entreprises de la Communauté de plus amples possibilités d'obtenir des crédits d'équipement à des conditions comparables et, en même temps, d'offrir aux différentes institutions financières des chances égales de développer leurs activités.

Dans cette perspective deux lignes d'évolution ont particulièrement retenu l'attention du groupe d'experts :

- le développement des crédits directs internationaux;
- l'interpénétration des réseaux bancaires par l'implantation de filiales ou succursales dans les autres pays membres, ainsi que par le développement des rapports de correspondance et des autres formes de coopération.

A. LE DÉVELOPPEMENT DES CRÉDITS DIRECTS INTERNATIONAUX

9. Les opérations internationales de crédit constituent une pratique courante dans le domaine du court terme, notamment dans le cadre des marchés des euro-devises. Certains exemples peuvent, d'autre part, être cités en ce qui concerne les crédits à moyen terme : ces deux dernières années ont notamment vu un nombre croissant d'entreprises allemandes obtenir des crédits auprès de banques étrangères.

Toutefois, en faisant abstraction des financements liés à des transactions commerciales, les opérations de nature financière entre banques et entreprises résidant dans des pays différents sont restées relativement peu nombreuses.

Les obstacles à surmonter et les solutions que le groupe d'experts préconise pour le développement de ces crédits sont examinés ci-après.

A) PROBLÈMES TENANT À LA RÉGLEMENTATION DES CHANGES ET AUX RESTRICTIONS LÉGISLATIVES, ADMINISTRATIVES OU STATUTAIRES

10. Sans reprendre l'argumentation développée dans le chapitre 3 quant aux restrictions de change, le groupe d'experts considère que le maintien de telles restrictions dans certains pays risque d'empêcher les entreprises résidentes d'avoir accès aux sources de financement les plus avantageuses, et ainsi de les défavoriser dans la concurrence internationale.

La suppression de ces restrictions doit donc être envisagée : pour éviter le risque éventuel de mouvements de capitaux déséquilibrants consécutifs à une telle mesure, il y aurait lieu de s'approcher par étapes de cet objectif en élargissant graduellement les limites des opérations admises sans autorisation, comme le prévoit le projet de troisième directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du Traité, actuellement en cours de discussion.

11. Des obstacles importants à l'extension de l'activité des institutions financières au-delà des frontières peuvent par ailleurs provenir de dispositions législatives ou administratives autres que la réglementation des changes, ou même des statuts qui régissent l'activité de ces institutions. Ce problème est particulièrement aigu en ce qui concerne les opérations actives des institutions spécialisées dans le crédit à moyen et à long terme du secteur public ou semi-public qui ne pourront vraisemblablement s'insérer dans les circuits financiers internationaux que par des opérations de refinancement. Par contre, il ne semble pas que des obstacles de cette nature puissent s'opposer en général aux opérations à l'étranger des institutions bancaires.

12. La technique du crédit-bail (« leasing ») récemment introduite en Europe et qui se développe rapidement dans le cadre national est susceptible de permettre des opérations analogues à l'octroi de crédits internationaux sous la forme d'un achat de matériel et de la location de celui-ci à une entreprise résidant dans un pays étranger. Cette forme de crédit indirect ne se heurte pas à certains des problèmes relatifs à l'octroi de crédits à moyen et à long terme au-delà des frontières puisqu'elle prend la forme soit d'une exportation de matériel, soit d'un achat de matériel à l'étranger, suivi par le paiement de loyers qui constituent des « transactions courantes ». Les obstacles au développement de cette technique résident principalement dans l'étroitesse des ressources des entreprises de crédit-bail, dans les problèmes juridiques posés par le maintien, par ces entreprises, de leur droit de propriété sur le matériel loué, dans les différences de législations fiscales et, éventuellement, dans le risque de change afférant au transfert des loyers.

B) PROBLÈMES DÉRIVANT DE LA DIVERSITÉ DES STRUCTURES FINANCIÈRES

13. Ce n'est pas seulement dans le domaine des institutions spécialisées que peuvent surgir des problèmes dérivant de la diversité des structures financières qui se sont développées au cours des années : en effet, parmi les institutions bancaires du secteur concurrentiel on trouve à côté de systèmes basés sur le principe de la séparation intégrale du crédit à court terme, du crédit à moyen et à long terme, et de la gestion de participations (Italie), d'autres structures dans lesquelles le type de la « banque mixte » est encore le plus répandu (Allemagne, Pays-Bas, Luxembourg), et d'autres encore dans lesquelles à côté des banques commerciales existent des banques d'affaires qui se rapprochent fortement de la « banque mixte » (France).

14. Le groupe d'experts est conscient des problèmes qui peuvent résulter de ces diversités de structure. Néanmoins, l'évolution en cours dans certains pays de la Communauté dans le sens d'une spécialisation moins rigoureuse des institutions bancaires est de nature à accroître la variété et la souplesse des moyens de collecte de l'épargne

et à accroître la gamme des services offerts à la clientèle. Cette évolution peut contribuer dans une mesure appréciable à réduire les risques de distorsion de la concurrence dans ce secteur à l'échelle européenne.

Constatant que les débats relatifs à la spécialisation des institutions bancaires semblent avoir, jusqu'à présent, tenu compte presque exclusivement de préoccupations internes, le groupe d'experts estime qu'il serait opportun d'envisager ce problème dans la perspective de l'intégration des marchés des capitaux et de rechercher des solutions permettant d'assurer la coexistence d'établissements de crédit dont l'organisation institutionnelle et les règles de fonctionnement diffèrent encore sensiblement. Ces problèmes seront abordés au cours du chapitre 12, relatif aux disparités dans les régimes de fonctionnement et de contrôle des institutions financières.

C) PROBLÈMES RÉSULTANT DE LA DIVERSITÉ DES SYSTÈMES DE SÛRETÉS ET DE GARANTIES

15. Bien qu'une importance accrue soit donnée aujourd'hui, lors de l'octroi d'un crédit, à l'appréciation de la rentabilité de l'emploi des capitaux, alors que le crédit avait été longtemps principalement subordonné à l'appréciation des garanties offertes, l'offre de garanties et de sûretés n'en reste pas moins un élément important de l'obtention d'un crédit.

Le groupe d'experts a abordé ce problème en vue d'examiner les difficultés que peut poser la transposition sur le plan international de techniques couramment utilisées sur le plan national, et de rechercher dans les pratiques nationales actuelles d'éventuelles suggestions de nature à faciliter les transactions internationales.

La caution d'un établissement de crédit d'un autre Etat membre est la garantie la plus fréquemment utilisée dans les opérations de crédit internationales. Il n'existe pratiquement pas d'obstacles, à part quelques limitations dues à la réglementation des changes, à ce que l'on se porte caution vis-à-vis d'un non-résident; cette forme de garantie se substitue donc souvent à d'autres formes de garanties ou de sûretés dont l'utilisation dans les opérations de crédit au-delà des frontières pourrait soulever des difficultés. Cette procédure permet en quelque sorte de « transmettre » à la banque étrangère une garantie telle qu'une hypothèque que l'emprunteur peut, sans difficulté, fournir à l'établissement qui accorde son cautionnement, mais qu'il lui aurait été difficile de mettre directement à la disposition de son créancier. L'interposition de la caution facilite également la solution du problème de la mobilisation éventuelle de la garantie.

D'autres techniques de garantie consistant soit en une cession de créances futures ou en d'autres limitations de la liberté d'action du débiteur ⁽¹⁾, soit en l'engagement pris par une société-mère d'apporter son accord à une filiale de manière à garantir vis-à-vis du bailleur de fonds que celle-ci pourra à tout moment faire face à ses obligations

(1) On a employé en cette matière de multiples formules, par exemple les « charter contracts » des sociétés de navigation ou la technique — employée lors de l'émission des deux emprunts internationaux SACOR et fréquemment utilisée aux Etats-Unis — d'après laquelle notamment la société ne peut émettre de nouveaux emprunts qu'avec l'autorisation d'un « trustee ».

(« working capital arrangements ») apparaissent particulièrement adaptées aux opérations internationales de crédit. Néanmoins, l'octroi de telles garanties de la part de la maison-mère se heurte dans certains cas à des obstacles de nature fiscale ou dérivant des règles concernant la présentation des comptes de la société.

Outre le problème de leur coût souvent élevé, l'octroi de ces diverses garanties est sujet, dans certains Etats membres, à une autorisation de change qui en alourdit la mise en œuvre. Ces restrictions semblent cependant appelées à disparaître avec l'assouplissement des réglementations de change relatives à l'octroi des crédits.

16. Dans tous les Etats membres, les sûretés immobilières jouent un rôle prédominant dans l'octroi de crédits à long terme, malgré les problèmes que peut poser la réalisation d'une hypothèque ou d'une dette foncière sur des biens difficilement séparables d'un complexe industriel.

L'expérience allemande suggère une technique qui peut revêtir un intérêt particulier dans les opérations internationales de crédit. En Allemagne, en effet, pour le financement industriel comme pour le financement de la construction de logements, l'hypothèque a, en grande partie, été supplantée par la « dette foncière » (Grundschuld).

Cette procédure s'avère plus simple que la procédure des inscriptions hypothécaires, souvent longue et coûteuse. La « dette foncière » est un engagement abstrait, basé sur un bien immobilier, qui prend naissance ou s'éteint indépendamment de la créance pour laquelle il sert de sûreté. Dans le cas où un titre représentatif d'une dette foncière est émis, celui-ci peut être cédé sans qu'il soit nécessaire de procéder à une nouvelle inscription au « livre foncier » (Grundbuch). De même, après remboursement de l'emprunt garanti, ce titre est à nouveau transféré au propriétaire du bien et se trouve disponible pour la garantie d'un nouveau crédit. La dette foncière est fractionnable. De plus, elle se prête à la garantie d'opérations de crédit en compte courant.

La technique de la dette foncière s'étant avérée d'un emploi commode en Allemagne et dans d'autres pays où elle est utilisée (Suisse, Autriche), le groupe d'experts estime qu'il conviendrait d'étudier la possibilité d'introduire une forme de sûreté comparable à la dette foncière dans tous les pays membres. L'existence d'un tel instrument, particulièrement maniable dans les opérations financières internationales, constituerait un élément supplémentaire de cohésion entre les marchés des capitaux des Etats membres.

La possibilité éventuelle de libeller les hypothèques dans une monnaie autre que celle du pays où est sis le bien est étroitement liée à ce problème. Cette possibilité existe en Italie et au Luxembourg; son introduction dans les législations des autres pays membres faciliterait la conclusion d'opérations internationales de prêt assorties d'une garantie immobilière.

17. Le nantissement, et les droits semblables, enfin, jouent un rôle important notamment lors de l'octroi de crédits à moyen terme destinés à l'achat d'équipements. La diversité des dispositions juridiques relatives au nantissement de matériel, notamment en matière de détention du gage et de publicité, peut soulever des difficultés à l'occasion de l'utilisation de biens donnés en nantissement dans un pays où s'applique un régime juridique différent.

Quatre pays membres, à savoir la France, l'Italie, la Belgique et la Luxembourg, ont accordé leur préférence à des systèmes donnant une sécurité juridique stricte. En effet et sauf dans des cas particuliers, il ne suffit pas, pour constituer la garantie, d'une simple convention, par exemple entre une banque et son débiteur aux termes de laquelle un droit de gage serait reconnu à la banque, bien que l'objet gagé reste en possession du débiteur.

En revanche, en Allemagne et aux Pays-Bas, les systèmes juridiques existants sont d'un emploi plus simple qui correspond aux exigences de la pratique. Dans ces deux pays, la jurisprudence a contribué au développement du « nantissement sans dépossession » (Sicherungsübereignung), forme de garantie qui, dans le domaine des crédits d'équipement industriel, a pratiquement supplanté le droit de gage traditionnel dans lequel d'objet mis en gage doit passer en possession effective du créancier ou d'une tierce personne. Cependant, en Allemagne et aux Pays-Bas, on déplore le manque de sécurité juridique de ces systèmes.

Le groupe d'experts estime que ces deux systèmes présentent l'un et l'autre des avantages et des inconvénients. On peut donc concevoir de combiner les avantages du système allemand et néerlandais, c'est-à-dire une large application du système, et les avantages des règles de publicité appliquées dans les autres pays membres. Une telle solution a déjà un précédent : la convention de Genève du 19 juin 1948 relative à la reconnaissance internationale des droits sur aéronefs, à laquelle ont adhéré tous les pays membres.

D) PROBLÈMES LIÉS À UNE ÉVENTUELLE COORDINATION DES « CENTRALES DE RISQUES »

18. Afin de fournir aux bailleurs de fonds des renseignements sur l'endettement global de leurs emprunteurs, des « centrales de risques » ont été créées dans tous les pays membres, sauf aux Pays-Bas et au Luxembourg.

La technique est la même partout : des établissements financiers s'engagent à fournir à la banque centrale des renseignements sur les crédits consentis aux différents bénéficiaires. De leur côté, les banques centrales fournissent aux établissements financiers intéressés des informations sur l'endettement global de leurs clients. Ces « centrales de risques » limitent leur activité au secteur national; c'est ainsi, par exemple, qu'une banque française qui ouvre un crédit à une entreprise italienne saura seulement si d'autres banques françaises ont également consenti des crédits à cette entreprise et ne connaît donc pas l'encours total des crédits dont bénéficie l'entreprise.

Pour éviter l'accumulation excessive des risques par des entreprises qui empruntent auprès de plusieurs banques dans des pays différents, un échange accru de renseignements est nécessaire. Une collaboration des diverses centrales de risques existant à l'intérieur de la CEE permettrait de réaliser un tel échange à l'occasion d'ouvertures de crédit par-delà les frontières; le groupe d'experts recommande donc une telle coordination. Le système le plus simple consisterait à centraliser les déclarations concernant une entreprise auprès de la banque centrale dans le ressort de laquelle le demandeur de crédit a son siège. Cette banque centrale informerait alors régulièrement tous les établissements financiers intéressés, y compris ceux des autres États membres. Afin

d'accroître l'efficacité d'une coordination des centrales de risques européennes, il serait souhaitable que des centrales de risques soient créées dans les deux pays membres où elles n'existent pas encore.

E) PROBLÈMES RÉSULTANT DU RISQUE DE CHANGE

19. Le risque de change lié à l'octroi de crédits internationaux est l'une des explications les plus courantes données au faible développement des crédits directs par-delà les frontières.

Les institutions financières qui octroient des prêts à moyen et à long terme à l'étranger le font, en pratique, uniquement dans les monnaies de leurs ressources de façon à respecter le principe généralement appliqué de l'équilibre entre leurs ressources et leurs engagements dans une monnaie donnée. Dans ces conditions, il est difficile d'imaginer pour les opérations de crédit des techniques propres à répartir le risque de change entre le prêteur et l'emprunteur, contrairement à ce qui est réalisé souvent dans le cas des emprunts obligataires.

L'entreprise qui bénéficie du crédit doit donc supporter entièrement le risque de change, à moins qu'elle ne puisse faire intervenir une tierce partie. Il ne serait pas inconcevable que de telles interventions qui permettraient, le cas échéant, la prise en charge du risque de change par les pouvoirs publics puissent jouer plus fréquemment qu'à l'heure actuelle. Cependant, les autorités, conscientes de la stabilité monétaire accrue résultant de l'interdépendance des économies, manifesteraient probablement des réticences à mettre en œuvre des mécanismes de ce type. Cette idée ne doit pas, pour autant, être écartée.

Par ailleurs, comme on le verra plus particulièrement au chapitre 13, il ne semble pas que le risque de change constitue un obstacle insurmontable à l'acceptation par une entreprise de crédits en monnaie étrangère.

F) PROBLÈMES RÉSULTANT DE DISPOSITIONS FISCALES

20. Les obstacles de caractère fiscal susceptibles d'entraver les opérations internationales de crédit ont trait aux phénomènes de double imposition sur les intérêts des crédits directs et sur les effets utilisés dans les rapports financiers internationaux (lettres de change, reconnaissances de dettes, etc.) ce dernier phénomène ayant toutefois un caractère marginal; un autre obstacle réside dans les droits et taxes que supporte la constitution de garanties et de sûretés.

En matière de régime fiscal des intérêts de crédits directs, il peut se poser un problème de double imposition analogue à celui qui est décrit pour les intérêts obligataires au chapitre 14, où sont indiqués les moyens de nature à éviter cet écueil particulier. La France et la Belgique connaissent le principe d'un impôt sur tous les intérêts versés à des étrangers; ces pays admettent toutefois certaines exceptions pour des crédits accordés par des établissements étrangers de crédit. L'Italie, en raison du caractère cédulaire de l'impôt sur les revenus de « ricchezza mobile », connaît en principe, mais

avec de nombreuses exceptions, une double imposition sur les intérêts versés par un débiteur italien. En revanche, il ne se pose pas de problèmes de double imposition en Allemagne et au Luxembourg, pays qui pratiquent une retenue sur les seuls intérêts obligataires, ni aux Pays-Bas où il n'existe aucune retenue sur les intérêts.

21. Pour ce qui est des droits et taxes perçus lors de la constitution d'hypothèques, ces charges sont particulièrement lourdes en France et en Italie. En France, il s'agit de la « taxe de publicité foncière », dont le taux est chaque fois de 0,6% à l'inscription et à la radiation d'une hypothèque. En Italie, il s'agit de l'« imposta ipotecaria » qui n'est prélevée qu'une fois, à l'inscription de l'hypothèque, mais se monte à 2,5%. Par ailleurs, en Italie, un certain nombre d'établissements et de coopératives de crédit sont exonérés de cet impôt : ces dispositions peuvent porter préjudice à d'autres établissements étrangers concurrents et devraient donc être modifiées dans le cadre de mesures d'harmonisation à l'intérieur de la CEE.

B. L'INTERPÉNÉTRATION DES RÉSEAUX BANCAIRES ET AUTRES FORMES DE COOPÉRATION

22. La plupart des banques exercent l'essentiel de leurs activités à l'étranger dans les domaines du crédit à court terme et de la participation à des syndicats de placement. Il n'est pas exclu qu'une extension de leurs activités à l'étranger, dans le domaine du crédit à moyen et à long terme, puisse se réaliser par l'implantation de filiales ou de succursales et par le resserrement de leurs liens de collaboration avec des banques étrangères. Cela est vrai à fortiori pour nombre de banques de dépôts, qui dans leur pays d'origine, rencontrent des limitations dans l'octroi de crédits à moyen et à long terme, et qui à l'étranger ne sont pas familiarisées avec les mécanismes souvent complexes de ces crédits, ou bien sont tenues à l'écart de ces circuits par les réglementations locales.

A) L'IMPLANTATION DE FILIALES OU DE SUCCURSALES DANS LES PAYS DE LA CEE

23. Dans les pays du Marché commun, des filiales ou succursales de banques étrangères existaient bien avant la mise en vigueur du Traité : on aurait pu s'attendre à ce que la création de la Communauté ait pour résultat d'accroître sensiblement le nombre des implantations nouvelles de banques européennes dans chacun des autres pays membres. Or, il ne semble pas qu'un tel développement soit intervenu depuis lors, à l'exception de l'implantation de filiales ou succursales de banques américaines.

Plusieurs raisons peuvent être avancées pour expliquer le faible développement des implantations de banques européennes. Il existe, tout d'abord, des obstacles de caractère juridique et administratif. En effet, pour établir leurs agences dans certains pays membres, les banques étrangères ont dû obtenir une autorisation des pouvoirs publics et remplir en général certaines conditions relatives à la nationalité des administrateurs, à la forme de la société, à son capital. Leur activité fait parfois l'objet de limitations et de contrôles particuliers en raison de leur qualité de société à participation étrangère.

Une directive est en cours d'examen par le Conseil de la CEE, qui vise à supprimer les restrictions à l'établissement et à la prestation des services en matière d'activité des banques et de certains autres établissements financiers. Il s'agit de supprimer pour les résidents des Etats membres les conditions discriminatoires qui s'appliquent en cette matière, aussi bien dans le pays d'origine que dans le pays d'accueil. Après la suppression de ces discriminations, les conditions d'accès et d'exercice actuellement assez différentes dans les divers pays membres devront être coordonnées. Cette coordination permettra de donner des possibilités égales d'établissement dans tous les pays membres.

24. On peut se demander cependant si les banques tireront parti des possibilités qui leur seront offertes. Il existe des obstacles autres que juridiques et administratifs à la multiplication des filiales et succursales.

L'analyse des raisons du développement des implantations de banques américaines permet à contrario de comprendre certaines causes du nombre modeste d'implantations nouvelles de banques européennes.

On peut constater que l'installation des banques américaines en Europe a accompagné celle des filiales des grandes sociétés industrielles. Les firmes américaines ont voulu s'assurer des bases de production dans les pays de la Communauté de façon, entre autres raisons, à ne pas être handicapées dans l'expansion de leurs activités commerciales par l'existence du tarif extérieur commun. Par contre, les grandes firmes industrielles des Six n'ont pas éprouvé le même besoin de s'installer dans les autres pays membres, étant assurées de la disparition prochaine totale des obstacles à la circulation des marchandises à l'intérieur de la CEE. Ainsi les banques américaines ont suivi leurs clients, tandis que les banques européennes n'ont pas bénéficié du même stimulant étant donné le développement relativement faible des implantations de filiales d'entreprises industrielles des Six dans les autres pays membres. En effet, l'existence d'une clientèle commerciale assurée peut être considérée comme une condition préalable de rentabilité : les dépôts et les opérations actives résultant des rapports avec la petite clientèle locale ne peuvent à eux seuls constituer une base suffisante pour une implantation à l'étranger.

On peut remarquer aussi que les banques américaines ont disposé dans le passé d'un potentiel de crédit excédant leurs possibilités de placement à l'intérieur. Les banques des pays de la Communauté ont au contraire parfois rencontré des difficultés à satisfaire les demandes de crédits de leur clientèle nationale. Il a été indiqué plus haut que ce facteur a pu s'opposer au développement de crédits directs internationaux. L'explication est sans doute moins pertinente pour le faible développement des implantations, étant donné que les agences à l'étranger sont généralement pourvues de moyens assez faibles provenant de la société-mère, et sont normalement destinées à travailler avec des fonds recueillis sur place. Néanmoins, il est certain que dans une situation de « suremploi » de ses capacités de prêt à l'intérieur du territoire national, une banque est peu disposée à faire des efforts pour développer ses activités à l'étranger, quelles que soient leurs formes.

On peut encore noter que les différences de taux d'intérêt entre le marché américain et ceux de la Communauté pouvaient donner l'espoir de bénéfices élevés aux banques américaines qui viendraient s'y installer. Par contre, les taux d'intérêt étant plus rap-

prochés entre les pays membres de la Communauté qu'entre la Communauté et les Etats-Unis, cette incitation à s'installer dans les autres pays membres n'a pas été aussi forte pour les banques européennes.

Il y a aussi des différences tenant à la concentration des moyens dont disposent les banques européennes et américaines, à l'avantage de ces dernières. Il est certain que l'installation d'un réseau d'agences à l'étranger nécessite une dimension que nombre de banques américaines possèdent et que peu de banques européennes ont déjà atteinte.

Certaines fusions intervenues récemment, notamment en Belgique, en France et aux Pays-Bas, ont permis à certains établissements d'atteindre une dimension à l'échelle des prêts qui sont demandés pas les très grandes entreprises industrielles qui constituent leur clientèle tout en continuant à respecter le principe de la division des risques.

Il est possible que les progrès de la Communauté entraînent dans l'avenir des fusions entre établissements bancaires de plusieurs pays membres. Toutefois les formes souples de coopération semblent convenir le mieux à la situation actuelle.

Finalement, aux multiples raisons mentionnées, on doit ajouter pour expliquer le nombre relativement restreint d'implantations de filiales à l'étranger, que les banques ont hésité à substituer des formes d'action directe à l'étranger, avec tous les aléas qu'elles comportent, aux systèmes éprouvés de coopération avec des correspondants étrangers par le canal desquels elles opèrent des échanges d'affaires.

On doit remarquer cependant que le développement des affaires des agences existantes, ainsi que la concurrence des banques américaines, pourraient inciter les banques européennes à accroître leurs activités dans les autres pays membres. L'installation de nombreux bureaux de représentation dans les divers pays membres témoigne de l'intérêt qu'elles portent au développement de leurs activités dans ces pays.

B) LES LIENS DE COLLABORATION ENTRE BANQUES

25. Une coopération plus ou moins structurée entre banques existe depuis longtemps pour un certain nombre d'opérations courantes, voire pour quelques opérations à moyen et à long terme. Cette méthode présente l'avantage de permettre de bénéficier du réseau de guichets du correspondant, de son expérience, et d'assurer un partage éventuel des risques. Elle permet, enfin, de pallier les inconvénients liés à l'insuffisante connaissance du débiteur étranger.

Depuis l'entrée en vigueur du traité de Rome, des accords généraux sont apparus en vue de l'échange d'informations sur la clientèle ainsi que pour d'autres activités de liaison dont il est difficile de déterminer l'étendue. Ils permettent de supposer que des habitudes de collaboration particulièrement étroites existent entre les établissements participant à ces accords; ces diverses formes de coopération s'étendent presque toujours au-delà du cadre de la CEE.

— Dans certains cas, des groupes de banques ont créé en commun des sociétés destinées à accorder des crédits d'équipement.

— La pratique des crédits consortiaux a permis de réaliser une division des risques dans des financements importants.

— Des établissements financiers ont parfois constitué entre eux des « clubs » (tel l'Amstel Club) qui permettent une meilleure répartition internationale de leurs services; cette forme de coopération permet souvent, par exemple, de remplacer un crédit accordé à un exportateur par un crédit directement consenti à un acheteur par un établissement de son propre pays. Une forme semblable de coopération existe entre les établissements de crédit-bail (leasing).

— Des bureaux d'études communs ont été constitués par des institutions financières de plusieurs pays membres, comprenant d'ailleurs non seulement des banques, mais aussi des compagnies d'assurances et d'autres établissements financiers.

— Des contacts périodiques systématiques se sont développés entre les dirigeants de certaines grandes institutions.

— Des prises de participation réciproques de faible pourcentage ont même permis d'assurer parfois une forme organique de coopération entre les conseils d'administration. Enfin, dans nombre de cas, il existe des participations dans des filiales bancaires communes, dans des sociétés holding et dans des sociétés de gestion de fonds communs de placement.

CONCLUSIONS

26. Il apparaît que l'octroi de crédit à moyen et long terme dans les autres pays membres s'insère dans un ensemble complexe de relations entre banques et que celles-ci hésitent à les remettre en question en adoptant une politique de concurrence intensive. Par ailleurs, sur le plan de la rentabilité proprement dite, il arrive souvent que les affaires dans un pays ne soient pas assez développées pour justifier l'établissement d'une filiale ou succursale, ou bien qu'elles passent par des correspondants si bien qu'on hésite à rompre les circuits éprouvés pour leur substituer une implantation directe dont on ne connaît pas à l'avance les chances de succès.

Compte tenu de ces considérations, le groupe d'experts estime que :

1) La suppression des restrictions de change empêchant les entreprises nationales d'avoir accès aux sources de financement les plus avantageuses doit être envisagée en élargissant graduellement les limites des opérations admises.

2) Le crédit bail (« leasing ») offre d'ores et déjà d'importantes possibilités d'octroi par une voie indirecte de crédits au-delà des frontières.

3) La caution d'un établissement de crédit du pays de l'emprunteur permet un accès plus aisé à des sources de financement situées à l'étranger : il serait donc souhaitable que la constitution de ces cautions soit facilitée; la même recommandation doit être faite à l'égard des garanties fournies par les sociétés-mères aux établissements qui assurent le financement de leurs filiales étrangères.

4) L'instauration d'une sûreté immobilière uniforme dans tous les Etats membres contribuerait à l'intégration des marchés financiers. On pourrait s'inspirer, dans cette optique, d'une technique souple comparable à celle de la « dette foncière » allemande.

5) Une extension et une coordination sur le plan européen du système des « centrales de risques » faciliterait l'échange d'informations relatives aux entreprises qui ont simultanément recours à plusieurs marchés des capitaux.

6) Il est indispensable de réaliser la suppression complète des doubles impositions frappant les intérêts des crédits directs accordés à l'étranger, dans les cas où cette double imposition subsiste encore. Une harmonisation dans le domaine des impôts hypothécaires serait également souhaitable.

7) La suppression des restrictions à l'établissement et à la prestation de services des banques et de certains établissements financiers d'autres pays devrait être suivie d'une coordination des réglementations des activités bancaires de manière à donner à ces institutions des possibilités effectives d'établissement dans tous les pays membres.

III. Les techniques de refinancement sur le marché européen

27. Les opérations de refinancement pourraient se heurter à moins d'obstacles que les solutions évoquées dans la section précédente.

Pour répondre à l'accroissement de la demande interne de crédits à moyen et à long terme les institutions de crédit ont déployé des efforts pour se procurer des ressources autres que des dépôts à vue ou à court terme, en intensifiant en particulier la collecte de ressources plus stables par l'ouverture de comptes d'épargne et de comptes à terme et par l'émission de bons de caisse. Ces efforts se sont accompagnés en général d'une « transformation » accrue, encore qu'il soit souvent malaisé d'en mesurer la progression.

La collecte de ces ressources a été jusqu'ici essentiellement circonscrite au cadre national. Le développement des activités des établissements de crédit à moyen et à long terme sur un marché européen suppose que ceux-ci aient accès à de nouvelles sources de financement dans les autres pays membres :

— par un développement des techniques traditionnelles sous forme d'émissions publiques d'obligations et d'emprunts privés;

— par la mise en œuvre de mécanismes originaux tels que des « consortiums européens de refinancement » ou la mobilisation d'effets à moyen terme au-delà des frontières.

A. LES TECHNIQUES TRADITIONNELLES

28. L'obligation est un instrument qui se prête particulièrement bien à la diffusion à l'étranger. Un élargissement des marchés européens et une amélioration de leur fonctionnement permettraient des appels accrus des institutions financières à ce mode de refinancement. Les problèmes de l'intégration et du développement des marchés d'obligations font plus particulièrement l'objet du chapitre 9 et ne seront donc abordés ici que dans la mesure où ceux-ci contribuent à assurer le refinancement des organismes distributeurs de crédits à moyen et à long terme.

La technique des émissions d'emprunts obligataires à l'étranger a été employée par certaines institutions et holdings étatiques italiennes, notamment la Cassa per il Mezzogiorno, l'IMI et l'IRI, mais elle a été surtout développée par la Haute Autorité de la CECA et la BEI, qui, de 1961 à 1965, ont recueilli sur les marchés des capitaux des pays membres de la CEE un montant de près de 215 millions de dollars. Les crédits financés par cette technique constituent à l'heure actuelle un des modes de transfert de capitaux à long terme les plus importants entre pays membres.

Cette technique de refinancement a également été utilisée sur les marchés des capitaux de la Communauté par des institutions financières de pays tiers, ainsi que par des établissements résidant dans la Communauté sur les marchés de New York, Londres et Zürich et aujourd'hui sur le marché des « euro-émissions ».

29. En dehors de l'émission d'emprunts à l'étranger, les institutions financières spécialisées peuvent obtenir des capitaux en provenance de marchés extérieurs grâce à la participation d'investisseurs non résidents à la souscription de leurs émissions internes. De tels achats pourraient être considérablement favorisés par la cotation dans des bourses d'autres pays membres des emprunts intérieurs émis par les principales institutions spécialisées dans le crédit à l'équipement auxquelles leur caractère semi-public confère souvent un prestige particulier auprès de la clientèle internationale.

Il convient également d'envisager les possibilités de refinancement des institutions financières auprès d'investisseurs institutionnels d'autres pays membres. Une telle forme de refinancement a déjà été employée par la CECA, la BEI, la « Société nationale de crédit à l'industrie » (Belgique), l'« Istituto mobiliare italiano »; la simplicité et la souplesse de cette formule font de celle-ci un instrument naturel pour aborder un marché. De tels placements privés, qui jouent un rôle dominant sur les marchés de certains pays tiers où les investisseurs institutionnels ont connu un développement particulier, prennent une importance croissante même sur des marchés comme le marché allemand et le marché néerlandais. Le recours à cet instrument n'est nullement limité au refinancement d'institutions de crédit puisque des emprunteurs industriels participent de façon active à ces marchés. De plus en plus fréquemment des placements privés ont aussi été réalisés sur le marché des « euro-émissions ».

B. LE REFINANCEMENT À MOYEN TERME PAR LA MISE EN ŒUVRE DE MÉCANISMES ORIGINAUX

30. Le recours à des emprunts à long terme est considéré par les banques comme étant en dehors de leurs activités traditionnelles, ceci essentiellement pour des raisons de coût, puisque les ressources d'emprunt à long terme seraient d'un coût trop élevé par rapport aux autres possibilités de collecte de l'épargne dont disposent les banques. Il pourrait aussi y avoir contradiction entre le placement de leurs emprunts propres et leur participation à des syndicats de placement d'autres emprunts.

Toutefois, puisque c'est principalement l'insuffisance de leurs ressources « stables » qui limite leurs possibilités de crédits à moyen et à long terme, il est probable que les banques manifesteraient de l'intérêt à l'égard de possibilités de refinancement nouvelles.

Le groupe d'experts a étudié certains mécanismes originaux qui seraient susceptibles de répondre à ces besoins.

A) LA CRÉATION DE CONSORTIUMS EUROPÉENS DE BANQUES

31. La création de consortiums européens de banques pourrait être envisagée dans le but d'émettre des effets à échéances échelonnées dont les modalités seraient chaque fois adaptées aux possibilités des divers marchés. Le consortium aurait l'avantage, par ailleurs, de connaître les besoins et les possibilités d'une clientèle diversifiée répartie sur plusieurs marchés. Dans la formule envisagée, le consortium procéderait sur un marché international, ou sur chacun des marchés des pays membres, à des émissions de montants déterminés de titres d'une durée de huit à dix ans par exemple, et utiliserait les capitaux ainsi réunis pour des prêts industriels d'une durée correspondante assortis de garanties adéquates.

Le placement de ce papier pourrait se faire auprès d'investisseurs institutionnels, sans qu'il y ait émission dans le public; les banques participantes devraient par ailleurs entretenir un marché secondaire actif pour lui assurer un haut degré de liquidité.

Deux choix seraient alors à opérer : celui du système de garantie collective du consortium à l'égard du souscripteur, celui de la monnaie dans laquelle le consortium opérerait.

32. En ce qui concerne la garantie, on pourrait imaginer que les banques constituent une société, avec un faible capital versé, et un capital de garantie souscrit mais non versé relativement important, cette partie pouvant être appelée ultérieurement pour couvrir les engagements du consortium en cas de défaillance d'un emprunteur. Il est évident que ce capital de garantie constituerait la limite maximale des emprunts que le consortium pourrait contracter sur le marché.

Une autre formule serait que les banques aient recours à la technique, déjà utilisée en France, pour les « emprunts groupés » et qui consiste à consacrer une partie déterminée (par exemple 10%) du montant des émissions à la constitution d'un fonds de garantie employé en placements de premier ordre.

33. En ce qui concerne le choix de la monnaie dans laquelle les titres seraient émis et les prêts effectués, on ne peut supposer que les banques participant au consortium soient disposées à supporter le risque de change en raison des marges réduites dont elles bénéficient. Dès lors, la monnaie dans laquelle les titres seraient émis devrait être la même que celle dans laquelle les crédits sont accordés.

Dans un premier temps, le système pourrait fonctionner sur la base d'opérations en dollars, auxquelles les banques et les entreprises sont déjà habituées dans le cadre du marché de « l'euro-dollar » et des « euro-émissions ». Par la suite pourront se généraliser des opérations effectuées dans une monnaie déterminée des Six (ce qui d'ailleurs existe aussi déjà en pratique) ou en unités de compte. Le choix de la monnaie dans laquelle opérerait le consortium pourrait aussi être guidé par des considérations tenant à la situation des souscripteurs ou des bénéficiaires éventuels de ces crédits.

B) LA MOBILISATION D'EFFETS À MOYEN TERME AU-DELÀ DES FRONTIÈRES

34. Le groupe d'experts a également envisagé la création d'un marché européen au niveau de la mobilisation, en facilitant la prise en portefeuille par des institutions financières d'effets représentatifs de crédits à moyen terme octroyés dans d'autres pays membres. Le risque de change, principal obstacle à l'emploi de cette technique, pourrait être couvert notamment par l'interposition d'un organisme ad hoc, qui serait financé par des versements de primes, à l'instar de certains mécanismes de garantie employés dans les crédits à l'exportation.

L'octroi d'un aval sur ces effets par un organisme — qui pourrait éventuellement être la BEI ou l'organisme ad hoc cité plus haut — faciliterait, par ailleurs, la mobilisation des effets : l'octroi de cet aval pourrait être conditionné par l'« intérêt européen » du projet financé.

La circulation de ces effets européens permettrait un rapprochement des institutions financières européennes et un développement graduel de techniques et d'expériences fort appréciables pour le fonctionnement d'un marché intégré.

La mobilisation présenterait l'avantage de constituer une procédure plus souple que l'emprunt, et de lier l'opération financière à un investissement déterminé.

Toutefois, ce système inspiré de l'expérience française et belge, trouverait une moindre application dans les pays où existent des banques mixtes qui n'ont pas l'habitude de compter sur une mobilisation de leurs prêts à moyen et à long terme. En pratique, on accorde par exemple en Allemagne des crédits en compte (Buchkredite) qui, n'étant pas représentés par un titre, n'ont pas une forme mobilisable. Il n'y aurait pas cependant l'impossibilité pratique à trouver un instrument qui se prête à la mobilisation : les « Schuldscheindarlehen » en Allemagne, ou bien les « onderhandse leningen » aux Pays-Bas, sont en fait des crédits contre reconnaissances de dette déjà cessibles à l'intérieur de ces pays, et qui pourraient jouer le rôle de titres mobilisables dans le système envisagé. Dans ce dernier pays il existe même un marché organisé pour ces titres. Dans les autres pays de la Communauté et notamment en Belgique la pratique des placements privés est d'usage courant, mais les titres ainsi placés ne sont normalement pas mobilisables jusqu'à leur échéance, sauf par accords ad hoc entre institutions.

En ce qui concerne les frais qu'entraînerait une telle procédure, il est probable que la création d'une commission de garantie pour risque de change et d'une commission d'aval rendrait ce type de mobilisation relativement coûteux, par rapport aux autres moyens de financement dont disposent les banques. Néanmoins, ce système pourrait leur apporter des possibilités d'action supplémentaires.

CONCLUSIONS

35. L'ensemble des techniques de refinancement susceptibles d'être mises en œuvre sur le plan européen constituent, en fait, une extension de pratiques déjà couramment utilisées, essentiellement sur le plan national.

1) En ce qui concerne le refinancement par l'émission d'obligations à l'étranger, le groupe d'experts formule aux chapitres 9 et 13, des recommandations relatives aux

problèmes posés par les restrictions dont ces émissions font actuellement l'objet et par le risque de change.

2) L'achat par des non-résidents de titres émis à l'intérieur d'un pays par des institutions financières spécialisées dans le crédit à l'équipement doit être favorisé, notamment par la cotation dans des bourses d'autres pays membres des emprunts émis par ces institutions.

3) La mise en œuvre de mécanismes originaux tels que la création de consortiums européens de banques ou la mise sur pied de techniques de mobilisation d'effets à moyen terme au-delà des frontières pourrait fournir des moyens appréciables aux institutions désireuses de se procurer de nouvelles possibilités de refinancement.

LE CRÉDIT POUR LA CONSTRUCTION DE LOGEMENTS ET L'ÉQUIPEMENT DES COLLECTIVITÉS LOCALES

Introduction

1. Le crédit en faveur du logement et le crédit destiné à l'équipement des collectivités locales sont étudiés simultanément dans ce chapitre. Ces deux secteurs présentent, en effet, plusieurs caractéristiques communes : la durée relativement longue des immobilisations, la place prédominante qu'ils occupent dans la demande de crédits à long terme, les similitudes entre les établissements et les catégories d'épargnes participant à leur financement.

Dans les six Etats membres considérés globalement, les investissements dans le logement ont atteint à eux seuls, en moyenne annuelle, de 1960 à 1965, près de 13,8 milliards de dollars (tableau n° 17). Par rapport à la formation brute de capital fixe ils ont varié entre 17,7% (Pays-Bas) et 31% (Italie). Dans quatre des Etats membres, en France, en Italie, aux Pays-Bas et en Belgique, ce pourcentage avait atteint en 1965 son niveau le plus élevé. La pression démographique ainsi que la quantité et la qualité des logements existants laissent prévoir, plus particulièrement dans les trois premiers pays mentionnés, la persistance d'une forte demande de capitaux à long terme pour la construction de logements dans les années à venir.

En ce qui concerne les investissements des collectivités locales (construction d'écoles et d'hôpitaux, adduction d'eau, etc.), on ne dispose pas de chiffres susceptibles d'être comparés. On ignore aussi la ventilation du financement de ces travaux entre ressources budgétaires et ressources d'emprunt.

2. Les crédits pour la construction de logements et l'équipement des collectivités locales servent à financer des investissements destinés à la satisfaction de besoins élémentaires; c'est ce qui explique l'importance politique particulière des décisions en matière d'investissements et notamment des programmes publics d'encouragement dans ce domaine. Dans les circonstances actuelles, il peut en résulter des dangers pour l'équilibre des investissements, soit que la réalisation de projets d'investissements dans d'autres secteurs de l'économie s'en trouve différée, soit qu'en l'absence d'un tel choix l'on aboutisse à une surcharge du marché des capitaux qui ne manquerait pas d'entraîner des perturbations sur les marchés d'autres Etats membres. Si une telle situation se produisait, les principes généraux énoncés au chapitre 6 pour les politiques de financement des administrations et des entreprises publiques s'appliqueraient par analogie.

3. Les problèmes particuliers liés aux interventions de l'Etat dans le domaine de la construction de logements sont étudiés dans la première section de ce chapitre. De l'avis du groupe d'experts, il convient de traiter d'une manière particulièrement approfondie la politique des pouvoirs publics en matière de construction de logements, car il s'agit souvent de techniques d'intervention qui ont une influence marquée sur le marché des capitaux.

La deuxième section de ce chapitre traite des problèmes que pose le développement des mécanismes de crédit en faveur du logement et de l'équipement des collectivités locales dans un cadre européen. On y étudiera les obstacles auxquels se heurteraient les établissements qui exercent leur activité dans ce secteur et les solutions pouvant être envisagées pour favoriser l'élargissement de leur champ d'action.

Une troisième section, enfin, traitera plus particulièrement du refinancement de ces crédits à l'échelle internationale. Des propositions seront formulées afin qu'une inter-pénétration des marchés des capitaux puisse s'amorcer dans ce secteur où les cloisonnements sont particulièrement marqués.

I. L'intervention des pouvoirs publics dans le financement du logement

4. L'intervention des pouvoirs publics, dans le domaine du logement, amorcée en raison de la guerre, s'est poursuivie plus longtemps que dans la plupart des autres secteurs de l'économie. Elle a permis une limitation de la part des dépenses affectées au logement dans les budgets de tous, ou — selon les pays — d'une partie des ménages. En même temps, le blocage des loyers a généralement rendu nécessaires des mesures d'encouragement de la construction, afin d'éviter que ce blocage n'affecte trop sensiblement l'offre de logements.

Bien que l'opinion publique de la plupart des pays membres considère actuellement comme normal que l'Etat assume dans ce secteur une responsabilité particulière, il est parfois difficile d'établir un lien de causalité directe entre « l'intensité » des mesures d'intervention et le nombre de logements construits. C'est ainsi qu'en Italie, par exemple, le montant des subventions à la construction de logements a été jusqu'à présent plus faible que dans la plupart des autres Etats membres, sans qu'un retard particulier de la construction ait pour autant été constaté dans ce pays.

5. Dans les autres pays membres, cependant, où elles se sont largement substituées aux incitations normales du marché, les subventions à la construction de logements ont une incidence sensible sur les investissements et, — en raison de l'importance quantitative de ces derniers — directement aussi sur les relations entre marchés des capitaux de la Communauté. C'est pourquoi le groupe d'experts s'est attaché à rechercher quelles étaient, parmi les techniques d'encouragement, celles qui sont le plus compatibles avec les exigences de fonctionnement d'un marché européen des capitaux.

Les subventions à la construction de logements apparaissent de trois types :

- les subventions à l'investissement, accordées aux constructeurs de logements;
- les subventions à la formation de l'épargne, liées à certaines formes d'épargne dont bénéficie le secteur du logement;
- les subventions à la demande, qui se présentent comme une diminution des charges de loyer (pour les logements en location), ou des charges de financement (pour les logements habités par le propriétaire).

A. LES SUBVENTIONS À L'INVESTISSEMENT

6. La CEE offre, pour ce type de subventions, un tableau dont la complexité et la diversité ne peuvent guère être égalées. On peut distinguer :

- les crédits à taux d'intérêt réduit auxquels il est recouru dans tous les pays membres;
- les contributions en capital à la construction accordées à fonds perdus (Pays-Bas, Belgique);
- les primes à la construction accordées pour une période déterminée, y compris les bonifications d'intérêt (Allemagne, France);
- les exonérations de droits d'enregistrement sur les mutations foncières (surtout Allemagne, Italie) ou sur les constitutions d'hypothèques (France);
- les exonérations ou réductions, pour une période déterminée, d'impôts fonciers (Allemagne et, surtout, Italie);
- l'autorisation de fixer des annuités d'amortissement plus élevées que celles normalement déductibles des revenus imposables (Allemagne);
- l'octroi de garanties pour faciliter aux constructeurs l'accès au crédit (surtout aux Pays-Bas et en Belgique).

B. LES SUBVENTIONS À LA FORMATION DE L'ÉPARGNE

7. En Allemagne, les dépôts dans une caisse d'épargne-construction (Bausparkasse) bénéficient de primes ou, au choix de l'épargnant, d'allègements fiscaux, que cet épargnant construise lui-même ou qu'il laisse les fonds à la disposition de la caisse pendant un délai de six ans.

En France, en revanche, les dépôts effectués dans le cadre de l'épargne-logement ne bénéficient de primes qu'à la condition que l'épargnant construise lui-même.

C. LES SUBVENTIONS À LA DEMANDE

8. Ces subventions sont utilisées en Allemagne et en France. C'est surtout en Allemagne, où elles ont été instituées en 1963, qu'elles revêtent une importance considérable : elles sont accordées aussi bien à des locataires qu'à des familles habitant leur propre logement. Le niveau des subventions est surtout fonction de considérations sociales : en principe, l'Etat prend entièrement à sa charge la fraction des loyers ou des charges de financement qui dépasse un certain pourcentage du revenu familial ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Par exemple, on considère que le loyer ou la charge de financement que peut supporter une famille de 4 personnes bénéficiant d'un revenu mensuel de 900 DM est de 180 DM, soit 20% du revenu mensuel; un loyer plus élevé est, dans des conditions normales, entièrement subventionné, la fraction de la superficie habitable supérieure à 80 m² n'étant toutefois plus subventionnée. Si, par contre, une famille percevant le même revenu se compose de 9 personnes, le loyer ou la charge de financement « supportable » n'est plus que de 11% du revenu, soit 99 DM, et la superficie habitable subventionnée passe à 130 m².

En France, une « allocation-logement » est accordée sous forme d'aide personnelle par les caisses d'allocations familiales aux occupants de logements neufs ou anciens, sous certaines conditions ayant trait au loyer et au revenu du bénéficiaire.

CONCLUSIONS

9. Le groupe d'experts estime qu'il ne lui appartient pas de juger du bien-fondé et de l'efficacité de la politique des différents Etats membres en matière de construction de logements. Toutefois, étant donné que l'on constate une tendance à restituer une liberté totale ou partielle au marché du logement, il voudrait souligner les avantages qu'un tel retour progressif à la liberté présente pour l'intégration des marchés des capitaux. En tout état de cause, une harmonisation des formes d'intervention des Etats membres dans le secteur étudié aboutirait sans doute à réduire les cloisonnements existants. De plus, les relations actuelles entre les marchés immobiliers nationaux se trouveraient renforcées par des opérations de construction ou d'achat d'immeubles d'un Etat membre à l'autre.

1) En raison des avantages que présente un marché libre du logement dans la perspective d'une intégration des marchés des capitaux, il convient de recourir de préférence à des subventions dont les modalités d'attribution ne risquent pas de retarder ce retour à la liberté du marché du logement. C'est pourquoi le groupe d'experts considère que les subventions à la demande répondent le mieux aux exigences d'un marché européen des capitaux. Ce type de subvention contribue en effet à l'instauration d'un marché libre du logement en ôtant toute portée à l'argument suivant lequel les titulaires de revenus modestes ne seraient pas en mesure de supporter le coût élevé des loyers d'un marché libre. La subvention à la demande offre l'avantage d'une particulière clarté, ce qui est essentiel lorsque, comme dans tous les pays membres, on cherche à limiter le bénéfice des subventions à certaines catégories de la population. Enfin et surtout, ce type de subvention ne peut pas être à l'origine de distorsions dans le choix des sources de financement.

Le groupe d'experts est toutefois conscient qu'un recours préférentiel aux subventions à la demande peut impliquer certaines réorientations des politiques du logement des pays membres et que ces réorientations ne sauraient être réalisées que sur une assez longue période.

2) Dans la mesure où les Etats membres recourent à des subventions à l'investissement, il convient que les modalités d'attribution de ces subventions stimulent simultanément l'épargne de façon à éviter qu'elles ne soient à l'origine de déplacements artificiels de capitaux entre les pays membres. Parmi les subventions satisfaisant à cette exigence, des crédits à intérêt réduit auxquels correspondrait une formation d'épargne des administrations publiques apparaissent comme les plus « neutres ». Sous certaines conditions, on peut envisager également l'affectation de ressources budgétaires à la construction de logements en régie par l'Etat ou par des communes, le relais de l'épargne des administrations publiques par l'épargne privée étant dans ce cas assuré par la revente d'une partie des logements construits.

3) En ce qui concerne les subventions à l'épargne-logement, le groupe d'experts a relevé une différence essentielle entre les techniques employées en Allemagne — qui

permettent à l'épargnant de bénéficier de primes ou d'avantages fiscaux, même lorsqu'il ne construit pas lui-même — et celles mises en œuvre en France où les primes ne sont accordées qu'à l'épargnant qui construit. Dans le premier cas, il s'agit d'une forme de subvention générale à l'épargne qui peut permettre au secteur du logement de drainer des capitaux que l'épargnant ne destinait pas à la construction; elle est donc en contradiction avec le principe défendu au chapitre 5 à ce propos, c'est-à-dire avec la « neutralité » qui devrait caractériser les mesures de stimulation de l'épargne. Dans le deuxième cas, la subvention à l'épargne-logement se présente en fait comme une subvention à l'investissement dans un secteur où existe une importante demande insatisfaite : l'objection valable dans le cas précédent n'est donc pas applicable ici.

II. L'élargissement des mécanismes de crédit pour le logement et l'équipement des collectivités locales

10. Le groupe d'experts a limité ici son examen aux institutions financières qui exercent leur activité dans ce secteur : il n'a donc pas traité des emprunts émis par les communes — ces problèmes ayant été étudiés au chapitre 6 — ni de l'octroi par des particuliers de crédits hypothécaires en faveur de la construction de logements. Ce dernier type de crédits revêt quelque importance en France et en Belgique.

A. LES INSTITUTIONS SPÉCIALISÉES

A) STRUCTURE ET FONCTIONS

11. Les institutions spécialisées dans le crédit pour la construction de logements et l'équipement des collectivités locales présentent, sur le plan technique, certaines caractéristiques : leurs créances sont normalement assurées par des hypothèques ou par la garantie d'une personne morale de droit public. Des dispositions législatives ou statutaires délimitent avec précision les opérations permises et le champ géographique de leurs interventions.

12. Ces traits généraux mis à part, les institutions spécialisées de crédit présentent d'un pays membre à l'autre des différences notables quant à leur structure et à leur importance.

C'est en Allemagne, où les deux types de crédits étudiés sont étroitement liés, que les établissements spécialisés revêtent la plus grande importance : presque toutes les banques hypothécaires privées, les institutions de crédit foncier de droit public, les banques des Etats, les organismes centraux des caisses d'épargne (Girozentralen) offrent ces deux types de crédit. Ces établissements, dont le nombre est supérieur à soixante, ont réuni de 1960 à 1965, par l'émission d'obligations, une moyenne annuelle de 1,4 milliard de dollars. Ces sommes ont été consacrées à concurrence de 60% environ à la construction de logements et, à concurrence de 20% environ, à l'équipement des collectivités locales sous forme de prêts à trente-quarante ans.

En Italie, le crédit bénéficiant à la construction de logements n'est pas aussi étroitement associé au crédit en faveur de l'équipement local. Le crédit au logement relève

d'institutions spécialisées de crédit et de sept « sections autonomes » (Sezioni speciali) de certaines grandes banques et caisses d'épargne soumises à la même législation, et qui constituent toutes de véritables banques hypothécaires. De 1960 à 1965, en moyenne, ces établissements ont contribué pour plus de 300 millions de dollars au financement de la construction de logements.

Les sources les plus importantes de crédits pour l'équipement des collectivités locales sont le Trésor et la Cassa depositi e prestiti; les institutions spécialisées (Consortio di credito per le opere pubbliche, sezioni speciali, instituts de crédit foncier) ne viennent qu'en deuxième position.

En Belgique et aux Pays-Bas, les établissements spécialisés dans l'octroi de crédits aux collectivités locales sont distincts de ceux qui se consacrent au financement du logement. Les premiers possèdent une longue tradition dans ce domaine : Pays-Bas, Banque des communes néerlandaises (Bank voor Nederlandsche Gemeenten); Belgique, Crédit communal de Belgique). Quant au financement du logement, la contribution des banques hypothécaires y est relativement moins importante qu'en Allemagne et en Italie.

En France et au Luxembourg enfin, l'offre, par des institutions spécialisées, de crédits destinés au financement de la construction de logements et de l'équipement collectif local a été faible depuis la guerre. En France, font exception cependant les crédits à taux d'intérêt réduit que le Crédit foncier a accordés, essentiellement sur fonds publics.

B) PROBLÈMES SOULEVÉS PAR L'OCTROI DE CRÉDITS AU-DELA DES FRONTIÈRES

13. La participation des institutions spécialisées nationales au financement du logement et des équipements locaux dans d'autres États membres ne peut être que négligeable dans l'état actuel des choses. Cette limitation est liée à leurs buts institutionnels mêmes. Concourent à cette limitation les problèmes liés à l'octroi de garanties et à la prise en charge du risque de change. Ce dernier problème sera examiné sur un plan d'ensemble au chapitre 13.

En Allemagne, le produit des obligations hypothécaires ne peut être utilisé que pour le financement de crédits garantis par des hypothèques de premier rang sur des biens fonciers nationaux. Le produit des « obligations communales » doit être utilisé pour financer des personnes morales de droit public allemand ou des crédits garantis par ce dernières; la révision en 1963 des lois spéciales en la matière a introduit une seule exception à cette règle en autorisant les établissements spécialisés à refinancer les prêts accordés à la Haute Autorité de la CECA par des obligations communales.

En France, le Crédit foncier ne peut, d'après ses statuts, accorder de prêts que contre remise de sûretés nationales.

En Italie, le champ d'activité des établissements spécialisés dans le crédit à la construction de logements est de toute manière limité, en vertu de lois spéciales, au territoire national. Certains de ces établissements voient même leur activité restreinte à certaines régions.

En Belgique, les « caisses hypothécaires » ne sont libres que pour le placement de leur capital propre : si leurs crédits à l'étranger dépassaient cette limite, elles devraient s'attendre à des difficultés « administratives » lors de l'émission d'obligations.

Aux Pays-Bas, il n'existe pas de restrictions légales à l'activité des établissements hypothécaires, mais les statuts de toutes les banques hypothécaires d'une certaine importance limitent l'activité de ces dernières à des hypothèques sur biens fonciers situés dans le pays.

CONCLUSIONS

14. Compte tenu des remarques déjà formulées, il est normal que les recommandations du groupe d'experts au sujet de l'extension au-delà des frontières des activités de prêt des institutions spécialisées dans le financement du logement et de l'équipement des collectivités locales n'aient qu'une portée réduite. C'est en effet surtout à travers les mécanismes de refinancement que ces établissements pourront s'insérer dans un marché européen des capitaux. Avant d'examiner ce problème dans la section III ci-après, les remarques suivantes s'imposent néanmoins :

1) Le rapprochement ou l'harmonisation des statuts juridiques des sûretés immobilières dans les Etats membres devrait être considéré comme une tâche prioritaire. Plus souple et moins onéreuse que l'hypothèque, la technique de la « dette foncière » telle qu'elle a été exposée au chapitre précédent, constitue un instrument qui pourrait trouver dans le domaine du financement de la construction un champ d'application appréciable. A ce propos, il conviendrait de ne pas imposer l'emploi de la seule monnaie nationale pour les inscriptions d'hypothèques : ou de dettes foncières.

2) L'acceptation par les établissements spécialisés de crédit de sûretés en provenance d'autres Etats membres devrait s'accompagner d'un assouplissement des dispositions relatives à l'emploi des ressources de ces établissements. Dans cette perspective, une première étape pourrait consister à généraliser la réglementation belge qui laisse ceux-ci libres de leurs placements, même à l'étranger, à concurrence d'un montant égal à celui de leur capital propre.

3) Il peut être de l'intérêt de la protection de l'épargne et, par conséquent de la stabilité des marchés des capitaux de soumettre à certaines règles l'activité des établissements spécialisés dans le crédit au logement et à l'équipement collectif local. Ces règles ne devraient cependant pas entraver le libre accès à la fonction d'établissement hypothécaire; c'est pourquoi le groupe d'experts envisage favorablement les législations du type de la loi cadre allemande sur les banques hypothécaires, par opposition au recours fréquent dans d'autres pays à des lois spéciales.

B. LES AUTRES INSTITUTIONS FINANCIÈRES : CAISSES D'ÉPARGNE, CAISSES D'ÉPARGNE-CONSTRUCTION, COMPAGNIES D'ASSURANCE VIE

A) CAISSES D'ÉPARGNE ET ORGANISMES CENTRAUX DES CAISSES D'ÉPARGNE

15. Dans la majorité des pays membres, l'essentiel des crédits en faveur du logement ou de l'équipement des collectivités locales financés grâce à la « transformation » de

disponibilités à court et à moyen terme proviennent des caisses d'épargne ou de leurs organismes centraux. Les banques qui gèrent également des comptes d'épargne mettent en général les ressources ainsi collectées à la disposition d'autres secteurs de l'économie.

Les caisses d'épargne et leurs organismes centraux donnent la préférence au financement de la construction de logements aux Pays-Bas et en Belgique. En ce qui concerne la France, la situation, qui était inverse jusqu'ici, tend à se modifier : les fonds collectés par les caisses d'épargne et administrés par leur organisme central, la Caisse des dépôts et consignations, continuent à financer principalement les équipements communaux, mais les sommes affectées à la construction de logements — et en particulier aux habitations à loyer modéré — croissent rapidement. En Allemagne, en Italie et au Luxembourg, l'une et l'autre catégorie de crédits prennent une place importante dans les opérations des caisses d'épargne et de leurs organismes centraux. En outre, dans tous les Etats membres, les organismes d'épargne contribuent indirectement au financement du logement et à celui de l'équipement collectif local, en acquérant des obligations émises à cet effet; cette forme de placement apparaît plus particulièrement importante en Italie.

B) CAISSES D'ÉPARGNE-CONSTRUCTION

16. Les caisses d'épargne-construction sont des organismes de financement à caractère mutualiste qui n'ont rempli jusqu'à présent une fonction notable dans les pays de la CEE qu'en Allemagne où elles assurent environ un cinquième du financement de la construction de logements, par l'octroi de prêts ou par les prélèvements sur les comptes d'épargne qu'elles gèrent. Il convient tout spécialement de noter que ces caisses octroient des prêts même sur deuxième hypothèque et qu'elles peuvent ainsi compléter les crédits des prêteurs sur première hypothèque avec lesquels elles collaborent souvent. Au total, leur intervention peut permettre de couvrir de 40 à 65% des coûts de la construction.

C) COMPAGNIES D'ASSURANCE VIE

17. Dans tous les Etats membres, sauf en France, les compagnies d'assurance vie constituent une source importante de moyens de financement pour la construction de logements et la réalisation d'équipements collectifs. Aux Pays-Bas, en Allemagne et au Luxembourg elles s'intéressent autant à la construction de logements qu'aux investissements communaux, alors qu'en Belgique et en Italie elles se consacrent plus particulièrement au financement direct ou indirect de la construction.

Aux Pays-Bas, elles se présentent avant les caisses d'épargne et les banques hypothécaires comme les principales dispensatrices de prêts hypothécaires. En Italie, elles investissent directement 50% de leurs ressources environ dans les logements destinés à la location, soit qu'elles acquièrent ces logements après achèvement, soit qu'elles les fassent construire en régie propre.

CONCLUSIONS

18. L'essentiel des conclusions et des recommandations formulées ci-dessus au point 14 en ce qui concerne l'extension des activités des institutions spécialisées est également valable pour les organismes que l'on vient d'examiner. Certaines remarques complémentaires s'imposent cependant à leur sujet :

1) Si les restrictions à l'octroi de crédits à l'étranger par les caisses d'épargne pouvaient se justifier au moment de la création de ces dernières, il semble légitime de se demander si un plus large champ d'action ne devrait pas maintenant leur être ouvert : on pourrait concevoir que, dans une limite modeste, par exemple de 1% de leurs moyens d'action, elles soient autorisées à effectuer à l'étranger l'ensemble des opérations que leur statut leur permet d'effectuer sur le plan interne. En tout état de cause, il ne faut pas s'attendre à des apports considérables sous forme de crédits directs à l'étranger de la part des caisses d'épargne : c'est surtout par l'acquisition d'obligations qu'elles pourront contribuer au refinancement d'opérations extérieures et jouer ainsi un rôle appréciable sur le marché européen.

2) Compte tenu de la fonction importante que remplissent dans le domaine du financement à long terme les organismes centraux des caisses d'épargne et les caisses d'épargne à structure centralisée, auxquelles peuvent être assimilés certains grands organismes d'épargne qui, par l'importance de leurs ressources et leur organisation, se différencient nettement des caisses d'épargne locales de type traditionnel, compte tenu aussi de la prudence de gestion que leurs statuts imposent à ces institutions, compte tenu enfin de la composition de leurs organes de contrôle, le groupe d'experts estime que l'on pourrait supprimer progressivement la majorité des restrictions imposées à leurs opérations avec l'étranger. Une telle situation existe déjà en Allemagne — où les « Girozentralen » régionales et la « Deutsche Girozentrale » peuvent pratiquement effectuer toutes transactions avec l'étranger — et, en France, où la Caisse des dépôts dispose de possibilités analogues.

3) Le groupe d'experts a également examiné les possibilités de coopération entre les organismes centraux et les domaines auxquels une telle coopération pourrait s'étendre : consortiums de financement pour des projets d'investissement « d'intérêt européen » (autoroutes, liaisons fluviales, construction de logements pour les travailleurs étrangers, etc.); placement ou acquisition d'obligations émises par les institutions européennes; information réciproque et en faveur des organismes affiliés sur les développements intéressants les marchés des capitaux de la CEE.

Pour ouvrir la voie à une telle coopération organisée, on pourrait envisager, en un premier temps, la création d'un système souple de liaison.

L'expérience acquise pendant cette première phase devrait permettre de décider de l'opportunité de créer une base de coopération plus durable sous la forme, par exemple, d'un organisme financier commun. Dans une telle hypothèse, on pourrait prévoir que les caisses d'épargne de la CEE auraient la possibilité de placer auprès d'un tel organisme une fraction déterminée des fonds provenant de leurs dépôts d'épargne.

4) En ce qui concerne les compagnies d'assurance vie, la proposition exposée au chapitre 12 de leur donner la possibilité d'effectuer des placements à l'étranger jusqu'à concurrence d'un certain pourcentage de leurs investissements sur le territoire natio-

nal devrait également comprendre l'octroi de prêts hypothécaires et de prêts aux communes ainsi que l'acquisition ou la construction dans d'autres Etats membres de logements destinés à la location.

III. Les techniques de refinancement sur le marché européen

A. LES TECHNIQUES ACTUELLES DE REFINANCEMENT

A) LES OBLIGATIONS

19. L'émission d'obligations représente la principale source de fonds des établissements de crédit spécialisés dans le financement du logement ou de l'équipement des collectivités locales. Il est souvent interdit à ces établissements de recevoir des dépôts.

En Allemagne, les institutions opérant sur le marché hypothécaire émettent des « obligations foncières » garanties par des hypothèques de premier rang, et des « obligations communales » émises pour financer des crédits à des personnes morales de droit public; ces obligations, normalement cotées en bourse, ont une durée habituelle de trente ans et peuvent même atteindre des durées de cinquante à soixante ans, supérieures aux échéances, déjà relativement longues, des crédits. Ces deux types d'obligations sont vendus par les mêmes canaux et leurs cours témoignent que les prêteurs les considèrent comme ayant sensiblement la même valeur.

L'Italie est le deuxième pays membre où le refinancement par émission d'obligations joue un rôle particulier : les institutions spécialisées de crédit émettent des obligations hypothécaires qui représentent environ le cinquième des obligations émises sur le marché italien.

En Belgique, contrairement à ses homologues d'autres pays membres, l'institution spécialisée dans le crédit à l'équipement collectif local refinance ses crédits à long terme par l'émission d'obligations à moyen terme.

En France, les prêts hypothécaires et communaux du Crédit foncier refinancés par émission d'obligations sont relativement faibles. Il faut remarquer que cette situation ne tient pas à la nature de l'institution puisque les banques hypothécaires allemandes, qui ont été créées dans une large mesure sur le modèle de cet établissement, se refinancent quant à elles par cette voie.

B) LA « TRANSFORMATION »

20. Dans l'ensemble des Etats membres, la plupart des crédits en faveur du logement ou de l'équipement collectif local résultant de la « transformation » proviennent des caisses d'épargne ou de leurs organismes centraux. Comme on l'a vu, il existe cependant des exceptions à cette règle générale, notamment en Belgique où les « cais-

ses hypothécaires » — surtout depuis la réforme fiscale — financent principalement leurs prêts par la « transformation » de dépôts d'épargne et où une institution spécialisée de crédit en faveur de l'équipement collectif local, le Crédit communal, collecte une partie importante de ses ressources sous forme de dépôts d'épargne.

B. PROBLÈMES POSÉS PAR LE FINANCEMENT SUR UN MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

21. Même si elles étaient autorisées à le faire, il serait trop coûteux et contraire aux traditions des caisses d'épargne de chercher à recueillir des dépôts d'épargne de personnes résidant à l'étranger en créant des filiales ou des succursales dans d'autres pays membres; les compagnies d'assurances, quant à elles, ne se heurtent pas à de tels obstacles mais voient leurs activités dans les autres Etats membres limitées, d'une part, par des règles qui empêchent les succursales ou filiales à l'étranger de confier les fonds collectés à leur société-mère; d'autre part, par des réglementations leur interdisant en pratique de conclure directement des contrats d'assurance au-delà des frontières.

Les instruments de refinancement international des crédits pour la construction de logements et l'équipement collectif local demeurent donc avant tout :

- les obligations et les prêts contre reconnaissance de dettes,
- les actions et les « certificats immobiliers »,
- les effets mobilisables à moyen terme.

A) LES OBLIGATIONS ET LES PRÊTS CONTRE RECONNAISSANCE DE DETTES

22. Il existe très peu d'exemples d'émissions d'emprunts à l'étranger effectués par des établissements spécialisés dans le crédit en faveur du logement et de l'équipement des collectivités locales, tel l'emprunt du Crédit foncier de France à New York en 1959. Il est d'ailleurs peu probable que ces emprunts prennent beaucoup d'ampleur car les institutions spécialisées de crédit émettent souvent leurs titres « au robinet », technique qui se prête mal aux émissions à l'étranger.

Les achats par des non-résidents d'obligations émises à l'intérieur par des institutions financent le logement et l'équipement communal ont en revanche une certaine importance dans quelques pays : c'est ainsi que jusqu'en 1964, où a été annoncée l'institution de la « Kuponsteuer », des résidents des pays du Benelux se portaient acquéreurs d'« obligations hypothécaires » et « communales » allemandes.

Les achats effectués depuis 1965, par des non-résidents, d'obligations émises par la Banque des communes néerlandaises peuvent aussi être cités.

Très vraisemblablement, de tels achats sont appelés à se développer : en effet, ces obligations ont acquis sur les marchés des capitaux de plusieurs Etats membres plus d'importance que la plupart des autres catégories d'obligations, y compris celles émi-

ses par l'Etat. De 1960 à 1965, elles ont représenté en Allemagne 60% et aux Pays-Bas 50% environ du total net des émissions intérieures. En Italie, les obligations servant au financement de la construction de logements (cartelle fondiarie) représentent à elles seules 20% du total.

En ce qui concerne le refinancement au moyen de prêts contre reconnaissance de dettes, on remarquera que ceux-ci ne jouent un rôle qu'aux Pays-Bas, dans le financement des banques hypothécaires et de la Banque des communes néerlandaises. Ces prêts entrent surtout en ligne de compte pour les placements d'organismes collecteurs d'épargne.

B) LES ACTIONS DE SOCIÉTÉS IMMOBILIÈRES ET LES « CERTIFICATS IMMOBILIERS »

23. L'émission d'actions de sociétés immobilières et de « certificats immobiliers » ne sert généralement pas au refinancement de crédits. Mais comme les fonds collectés grâce à ces instruments contribuent également au financement de la construction de logements, les problèmes particuliers qu'ils soulèvent demandent à être examinés ici.

Les sociétés anonymes immobilières et les fonds immobiliers offrent aux investisseurs à peu près les mêmes avantages que la propriété immobilière sans présenter les inconvénients de cette dernière dans la mesure où ces organismes, d'une part, prennent en charge la construction et les travaux administratifs qui s'y rattachent, d'autre part, rendent les placements immobiliers plus facilement réalisables et permettent une répartition des risques. En offrant des investissements en valeurs réelles, ils répondent à l'aspiration de certains épargnants. Ces avantages peuvent être particulièrement appréciés par des épargnants qui s'intéressent aux investissements immobiliers à l'étranger, mais dont l'expérience et la connaissance des marchés étrangers sont cependant limités.

En France, des « sociétés immobilières d'investissement » ont été constituées au cours des années récentes en vue de la construction et de la gestion de logements. Elles ont rencontré un certain succès et ont reçu une nouvelle impulsion lorsque la double imposition de leurs bénéfices a été supprimée et que certains allègements ont été apportés aux impôts sur les successions.

Dans les autres Etats membres, la double imposition résultant de l'impôt sur les sociétés a généralement un effet prohibitif car elle réduit souvent de moitié le rendement déjà faible des investissements dans la construction de logements.

Le fonds immobilier qui, surtout en Suisse, en est venu à remplir une fonction importante dans le financement des investissements dans le secteur du logement est d'une construction juridique assez compliquée. Celle-ci est cependant nécessaire pour ne pas frapper d'une double imposition les bénéfices provenant de la location et pour garantir une évaluation périodique et correcte des actifs.

Dans la CEE, on ne trouve de fonds immobiliers qu'en Allemagne où le premier, qui a été créé en 1959, a permis de réunir 190 millions de DM entre la date de sa création et la fin de 1964.

En dehors des actions et des certificats immobiliers, il existe d'autres titres de placement analogues, tels que les « certificats fonciers » émis pour la première fois en Belgique en 1965 et les « lettres de propriété d'immeubles » (Hausbesitzbriefe) en Allemagne. Par opposition aux certificats immobiliers, ces instruments de financement ont la caractéristique commune de ne pas réaliser une répartition des placements. Cet inconvénient n'est cependant pas très grave car la nécessité d'une diversification des risques n'est pas aussi impérative pour des investissements immobiliers que pour des placements en actions. Sur tous les autres points d'ailleurs, ces formes d'investissements présentent les mêmes caractéristiques que celles précédemment indiquées, des placements en actions et en certificats immobiliers.

C) LES EFFETS MOBILISABLES À MOYEN TERME

24. Dans certains Etats membres, les crédits bancaires à moyen terme jouent un rôle important dans le financement de la construction de logements. C'est surtout le cas en France, où une partie de ces crédits est utilisée à l'établissement de titres de mobilisation, admis au réescompte dans le cadre des règles usuelles. Mais il n'est pas à exclure qu'à la longue ces techniques soient remplacées par des méthodes de financement « classiques ». La mise en place de mécanismes tendant à assurer la négociabilité de titres représentatifs de prêts hypothécaires met en évidence le souci des pouvoirs publics d'améliorer et de diversifier les conditions générales du financement de la construction.

CONCLUSIONS

25. 1) Comme cela a été recommandé au chapitre précédent pour les institutions spécialisées dans le crédit industriel, le groupe d'experts estime souhaitable la cotation dans les bourses des divers pays membres de titre émis par les institutions qui se consacrent au financement du logement et de l'équipement des collectivités locales.

2) La plupart de ces institutions émettent leurs obligations « au robinet » et, comme elles ne possèdent généralement pas de réseaux de filiales, elles recourent à des banques ou à d'autres établissements financiers faisant fonction d'agents de vente. Dans ce but, il pourrait être utile d'établir des rapports de coopération entre les établissements remplissant cette fonction dans les divers Etats membres. De même, dans les Etats membres où la vente de telles obligations ainsi que la publicité sont encore soumises à des autorisations particulières, il serait souhaitable que ces dernières soient remplacées par des autorisations générales surtout lorsqu'il s'agit d'obligations donnant toutes garanties de protection aux épargnants en raison de la sévérité des dispositions des législations nationales.

3) Les conditions dont sont assorties les obligations en cause montrent, d'un pays membre à l'autre, des différences encore plus grandes que celles des emprunts d'Etat. Une comparaison des obligations hypothécaires ou communales allemandes aux « cartelle fondiaria » italiennes par exemple, met en évidence ce fait. Une certaine harmonisation des conditions d'émission des obligations aurait certainement des effets favorables sur l'intégration des marchés des capitaux.

4) Les actions de sociétés immobilières et les « certificats immobiliers » peuvent constituer des instruments particulièrement efficaces pour accroître la mobilité internationale des capitaux dans le domaine étudié. Toutefois, leur diffusion se heurte encore à des obstacles qu'il conviendrait d'éliminer. Pour échapper à la double imposition résultant de l'impôt sur les sociétés, des constructions juridiques compliquées sont souvent nécessaires : maintenant qu'un retour à la liberté du marché du logement tend à s'affirmer, le groupe d'experts considère qu'il conviendrait de supprimer cette double imposition. Une telle mesure n'aurait vraisemblablement pas de répercussions budgétaires graves, étant donné que l'impôt sur les sociétés a dans ce cas un rendement très faible.

5) Le groupe d'experts estime souhaitable que, dans la mesure où des financements à moyen terme sont employés dans le secteur de la construction, les effets représentatifs de ces crédits puissent faire d'objet d'une mobilisation au-delà des frontières. Les problèmes qu'une telle faculté de mobilisation soulèverait sont identiques à ceux posés par le crédit d'équipement industriel, car seule diffère ici la destination des crédits, la technique employée restant la même. On peut donc se référer aux considérations qui sont exposées à ce sujet à la fin du chapitre précédent.

QUATRIÈME PARTIE

L'INTÉGRATION DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES

Les marchés de valeurs mobilières figurent parmi les compartiments des marchés de capitaux où l'interpénétration réalisée est déjà appréciable et où des progrès peuvent être envisagés le plus aisément dans un proche avenir. Ce sont aussi des marchés dont l'efficacité peut être particulièrement améliorée par l'intégration.

Diverses études officielles et des réformes récentes ou en projet attestent que les pouvoirs publics ont pris conscience d'un certain nombre de problèmes posés par l'état peu satisfaisant des marchés des valeurs mobilières et notamment par leur étroitesse. Le but visé est de restaurer le rôle que ces marchés ont eu dans le passé comme pôle d'attraction pour l'épargne et comme source de financement pour les investissements.

Leur développement ne doit pas être apprécié seulement en fonction de l'ampleur des émissions nettes d'actions et d'obligations placées dans le public, mais aussi des conditions dans lesquelles les épargnants peuvent comparer la qualité des divers titres en circulation et peuvent les négocier, c'est-à-dire, en fonction de l'efficacité des « marchés secondaires ». C'est sous ces deux aspects étroitement liés qu'a été conduite l'étude de cette partie du rapport.

Les chapitres 9 et 10 traitent des moyens d'améliorer la structure de l'offre et de la demande de capitaux respectivement sur le marché « primaire » des valeurs à revenu fixe et sur celui des valeurs à revenu variable.

Les moyens d'améliorer les conditions de fonctionnement des marchés sont examinés dans le chapitre 11 consacré aux problèmes de l'information du public et à ceux liés à la circulation et à la négociation des titres sur les « marchés secondaires ».

LA STRUCTURE DES MARCHÉS DES VALEURS À REVENU FIXE

Introduction

1. Les marchés des valeurs à revenu fixe sont, à l'heure actuelle, des marchés dont les conditions de fonctionnement sont réglementées, et l'équilibre surveillé de près par les pouvoirs publics dans tous les Etats membres.

Leurs interventions portent tout d'abord sur les émissions : celles-ci sont limitées suivant des techniques diverses de façon à ajuster leur volume à celui des capitaux disposés à s'investir en obligations. Ces interventions portent également sur l'offre de capitaux, particulièrement sur celle des investisseurs institutionnels : les réglementations des changes, les règles de gestion d'un certain nombre d'institutions, d'autres moyens encore concourent à canaliser les ressources disponibles sur le marché de façon à satisfaire les besoins considérés comme prioritaires, et notamment ceux des émetteurs publics. Dans certains pays, les interventions sur le marché des obligations ont comporté aussi un contrôle direct des taux d'intérêt : estimant qu'une hausse des rendements offerts n'aboutirait pas à accroître de façon sensible l'offre de capitaux, on s'est efforcé de maintenir ces taux à des niveaux modérés.

2. Cet état de fait limite les moyens susceptibles d'être mis en œuvre pour assurer le développement d'un marché européen des obligations. Il serait en effet peu réaliste d'espérer voir disparaître rapidement toutes les restrictions à l'émission d'obligations par des non-résidents, quand il en existe même pour certains résidents, et tous les obstacles aux placements en obligations étrangères, quand il subsiste encore nombre de limitations aux possibilités de placement de certaines institutions sur leur propre marché intérieur.

Au reste, il subsistera toujours la nécessité d'échelonner les émissions pour prévenir des mouvements désordonnés du marché, ainsi que celle d'assurer la protection des épargnants et de conserver leur confiance dans les investisseurs institutionnels par certaines règles de gestion de ces derniers.

Il apparaît possible cependant de prendre des mesures de nature à favoriser l'intégration des divers marchés nationaux, sans remettre en cause pour autant la stabilité de chacun d'eux ni la sécurité des épargnants.

A cette fin, le groupe d'experts a examiné tout d'abord les moyens propres à réduire le cloisonnement de l'offre de capitaux susceptibles de se placer en valeurs à revenu fixe des autres pays membres; ceci suppose principalement un aménagement des règles de placement des investisseurs institutionnels et de la législation fiscale.

Les émissions d'obligations sur les marchés des autres pays membres supposent par ailleurs, non seulement un assouplissement des restrictions existantes, mais aussi une révision des conditions et des techniques d'émission.

Cependant, il existe d'ores et déjà un marché international qui remplit en partie les fonctions qui seront celles d'un véritable marché européen des obligations. Dans la phase actuelle, tandis que le développement des émissions étrangères sur chacun des marchés nationaux des pays membres demeure encore faible, le développement de ce marché international apparaît quantitativement le plus important. Le groupe d'experts a donc examiné à la fin de ce chapitre les principales caractéristiques et les raisons de l'essor du marché des « euro-émissions », ainsi que ses relations avec les marchés des pays membres.

I. L'offre de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu fixe

3. Sur les marchés des valeurs à revenu fixe de la plupart des pays membres, certains investisseurs sont conduits à s'intéresser de façon préférentielle à des valeurs déterminées. Il en est ainsi, par exemple, pour les obligations exonérées de certains impôts, pour les fonds d'Etat ou pour les obligations hypothécaires dans plusieurs pays. Il en résulte dès lors un compartimentage interne plus ou moins marqué du marché.

Ce compartimentage est encore plus net entre les marchés des divers pays membres, les investisseurs étant souvent incités à effectuer leurs placements en valeurs nationales.

Bien qu'il soit difficile de comparer les statistiques très hétérogènes relatives aux acquisitions nettes de valeurs à revenu fixe (voir tableau n° 18), il apparaît que la clientèle de ces titres présente une structure sensiblement différente d'un pays membre à l'autre. En France et en Belgique, les principaux acquéreurs sont les ménages et les entreprises. Aux Pays-Bas, les compagnies d'assurances, caisses de retraite et autres investisseurs institutionnels constituent des éléments importants de la demande de ces titres. Le système bancaire, dans lequel sont incluses aussi les caisses d'épargne, joue un rôle particulièrement important en Italie et, à un moindre degré, en Allemagne, en tant qu'acquéreur d'obligations.

A. LE RÔLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ⁽¹⁾

4. Il apparaît que l'apport des investisseurs institutionnels — définis au sens large — au marché des obligations, bien que déjà appréciable, pourrait parfois être accru, et que la concentration des placements de ces organismes sur certaines catégories de titres pourrait être atténuée.

Dans les pays de la CEE, le volume limité des ressources de certains investisseurs institutionnels constitue sans doute un frein essentiel à leur action sur le marché des capitaux. On ne reviendra pas ici sur les raisons structurelles de cet état de fait qui ont déjà été examinées au chapitre 2, mais on recherchera par contre quels sont les autres facteurs qui limitent leurs possibilités de placement en obligations.

(1) Les régimes de fonctionnement et de contrôle des investisseurs institutionnels sont traités au chapitre 12: on n'abordera donc ici que les problèmes concernant leurs placements en obligations.

A) LES ORGANISMES D'ASSURANCE ET DE PRÉVOYANCE

5. La variété des organismes d'assurance et de prévoyance dans les pays membres et la diversité des réglementations qui s'appliquent à eux, rendent difficile une appréciation de l'apport que ces institutions effectuent ou pourraient effectuer aux marchés des valeurs à revenu fixe. En effet, à côté des compagnies d'assurance vie et des compagnies d'assurance dommages et accidents, l'on retrouve toute une série d'institutions spécialisées d'assurance ou de prévoyance, parfois à caractère national, parfois à caractère professionnel, ainsi que des fonds de pension d'entreprises gérés soit dans le cadre de la firme, soit par une institution financière. Les possibilités offertes à ces divers organismes de placer en obligations les ressources dont ils disposent sont fixées tantôt par la loi, tantôt par des statuts édictés par les pouvoirs publics, tantôt par des règles de placement d'origine contractuelle.

Tout en ayant conscience de l'impossibilité matérielle d'aborder l'ensemble des problèmes soulevés par l'activité de placement de ces organismes, il convient toutefois de consacrer un examen approfondi au moins aux compagnies d'assurance vie, en raison de l'importance que pourrait revêtir un apport accru et plus diversifié de capitaux de leur part sur les marchés des valeurs à revenu fixe.

Les compagnies d'assurance vie apparaissent comme un élément de soutien du marché des obligations d'autant plus important que leurs contributions à ce marché sont régulières, en raison de la progression normale des moyens dont elles disposent.

Pour l'ensemble des pays de la CEE, les placements des compagnies d'assurance vie ont représenté en moyenne annuelle, entre 1960 et 1964, 1,4 milliard de dollars environ, soit à peu près 2,5% de la formation brute de capital de cette période. Mais, selon les pays considérés, ce pourcentage varie de 1,2 à 7,4%, ces différences étant révélatrices du rôle très inégal des assurances vie comme source de financement des investissements (voir tableau n° 27).

Cependant, les différences dans l'importance des apports annuels globaux des compagnies d'assurance vie au marché des valeurs à revenu fixe sont moins grandes que les différences dans l'apport à l'ensemble du marché des capitaux. En effet, aux Pays-Bas et en Allemagne, où ces institutions sont les plus développées, l'essentiel de leurs placements consiste en prêts hypothécaires et en prêts contre reconnaissance de dettes, tandis qu'au contraire les placements en valeurs à revenu fixe sont de loin les plus importants en France et en Belgique, et représentent en Italie une proportion élevée de leurs moyens; en France, où la contribution globale des compagnies d'assurance vie au financement des investissements est une des plus faibles, la part des achats de valeurs à revenu fixe dans leurs placements est proportionnellement la plus forte.

Aussi, dans la plupart des pays, le problème n'est pas tant d'accroître le volume global des placements des compagnies d'assurances en valeurs à revenu fixe, que d'aménager leur répartition de façon à éviter que les titres des émetteurs privés et des émetteurs résidents dans d'autres pays membres ne soient par trop défavorisés, par rapport à ceux des émetteurs publics nationaux.

Ce problème existe d'ailleurs aussi pour les autres organismes d'épargne-prévoyance et les caisses d'épargne. En effet, ces investisseurs institutionnels sont astreints à employer une partie substantielle de leurs réserves en titres d'Etat ou garantis par l'Etat, et ne disposent souvent en définitive que de possibilités limitées pour des placements en obligations privées ou étrangères, lesquels entrent d'ailleurs encore en concurrence avec d'autres types de placement (actions, immeubles, etc.).

6. Si les Pays-Bas ont adopté une réglementation libérale en la matière, dans les autres Etats membres, par contre, des règles de gestion contraignantes sont imposées aux compagnies, et les possibilités d'intervention des autorités de contrôle y sont plus développées. Les placements en obligations du secteur public sont les seuls que les compagnies puissent effectuer sans « plafonds ». Dans certains pays, on fixe même des « planchers » de titres publics. Les placements en obligations privées sont, par contre, soumis à diverses limitations. Celles-ci sont encore renforcées pour les placements à l'étranger : en Allemagne, en Belgique et en Italie, ces placements sont soumis, sauf exception, à l'octroi d'une autorisation par les autorités de contrôle ⁽¹⁾, alors que les compagnies néerlandaises peuvent les effectuer librement.

En France, une réforme de la réglementation des compagnies d'assurances est en cours. Elle doit élargir leurs possibilités de placement en obligations industrielles et étrangères inscrites à la cote officielle d'une bourse française de valeurs, en admettant ces titres à concurrence de la moitié de leur valeur parmi les titres dits « de première catégorie », dans lesquels les compagnies doivent investir 50% de leurs réserves techniques. Cette réforme facilitera une répartition plus équilibrée des placements des compagnies d'assurances et leur participation au développement d'un marché européen des capitaux.

L'objectif à long terme doit être en effet d'établir dans chaque pays membre un traitement semblable des placements effectués sur le marché intérieur ou dans les autres pays de la Communauté, dès lors que ces placements présentent des risques identiques. Ce principe est d'ailleurs contenu dans le projet de troisième directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du Traité actuellement examiné par le Conseil.

Dès maintenant, les compagnies d'assurances pourraient être autorisées à consacrer un faible pourcentage de leurs réserves à des placements étrangers de même nature que ceux permis sur le plan national. En outre, l'équivalence entre valeurs étrangères cotées dans les bourses du pays où la compagnie est établie et valeurs nationales pourraient être admise sans restrictions.

Même limitée, une libéralisation des possibilités de placement en obligations étrangères aurait sûrement pour avantage d'inciter les dirigeants de ces compagnies à s'intéresser davantage à l'évolution des marchés de la Communauté et préparerait une éventuelle extension ultérieure de leurs placements sur ces marchés. Elle ne présenterait d'ailleurs pas, en soi, plus de risques pour les souscripteurs de contrats d'assurance vie, que les placements en actions déjà permis dans certains pays, placements dont on souhaite par ailleurs l'extension (voir chapitre 10 point 8).

⁽¹⁾ Il va de soi néanmoins que les placements en valeurs étrangères sont toujours autorisés dans la mesure où il s'agit de couvrir un risque dans la même monnaie étrangère. Dans certains pays, il existe même une obligation de maintenir une stricte correspondance entre les monnaies des placements et celles des engagements.

B) LES ORGANISMES COLLECTEURS D'ÉPARGNE-DÉPÔT: CAISSES D'ÉPARGNE ET BANQUES

7. Un problème similaire se pose pour les caisses d'épargne et leurs organismes centraux, bien que les règles de placement qui leur sont imposées aient non seulement pour objet d'assurer la sécurité des épargnants mais aussi d'assurer une liquidité suffisante aux placements de ces institutions en raison de la nature de leurs ressources. Cependant, dans certains pays, les règles initialement instituées à ces fins servent surtout à orienter l'épargne liquide des caisses d'épargne vers le financement de l'équipement collectif et du logement (voir tableau n° 28).

Les placements des caisses d'épargne locales en obligations privées sont généralement soumis à des conditions plus restrictives que ceux en titres du secteur public. Quant aux placements en obligations étrangères, ils sont interdits ou soumis à un régime d'autorisations particulières, ce qui équivaut en pratique à les limiter très étroitement.

Les organismes centraux des caisses d'épargne jouissent déjà d'une plus large marge de liberté dans leurs placements, y inclus les placements à l'étranger. Un assouplissement des réglementations concernant les caisses d'épargne pourrait les aider à jouer un rôle stabilisateur sur le marché des obligations et à contribuer à l'intégration des marchés des capitaux. Cet assouplissement devrait être fondé sur les mêmes principes que ceux qui viennent d'être proposés pour les compagnies d'assurance vie.

En ce qui concerne les banques de dépôts, elles interviennent activement sur le marché des obligations en Italie et en Allemagne. Ces interventions contribuent certes à étoffer le marché mais ont aussi pour corollaire de le rendre particulièrement vulnérable à d'éventuelles mesures restrictives de politique monétaire. En Belgique, par contre, jusqu'ici les banques ont vu leurs placements en obligations autres que celles du secteur public limités par la réglementation édictée dans les années trente. Un projet de loi en cours d'adoption prévoit toutefois la suppression de cette restriction. En France, aucune restriction ne s'oppose aux acquisitions de valeurs à revenu fixe par les banques, pourvu que soient respectés le « coefficient de liquidité » et le « coefficient de trésorerie » : en fait, elles ne participent pas activement au marché obligataire, sauf au moment des émissions.

Dans l'ensemble, des possibilités d'intervention plus larges pour toutes les catégories de valeurs à revenu fixe permettraient aux banques de remplir une fonction stabilisatrice à la fois sur le marché obligataire national et sur le marché européen des capitaux, où elles sont déjà très actives en raison de leur participation à des consortiums internationaux de placement. Cela suppose toutefois que les autorités monétaires accordent une attention particulière à l'incidence de leurs politiques de liquidité sur l'attitude du système bancaire à l'égard des placements en obligations.

C) LES FONDS DE PLACEMENT ET SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT

8. Les fonds de placement et sociétés d'investissement seraient susceptibles d'apporter une certaine contribution au marché des obligations, encore que leur vocation initiale ait été plutôt en général d'effectuer des placements en action⁽¹⁾. Il existe cependant des sociétés d'investissement et des fonds de placement qui se sont spécialisés dans la détention de valeurs à revenu fixe⁽²⁾.

Ces fonds présentent un certain nombre d'avantages pour l'épargnant : ils lui assurent une diversification des placements, aussi faible que soit sa participation; ils sélectionnent les valeurs admises en portefeuille après des comparaisons rigoureuses des rendements et des autres conditions, opérations qui sont souvent malaisées pour l'épargnant individuel; dans les pays où les souscripteurs de blocs importants d'obligations bénéficient de conditions plus favorables lors des émissions, ils peuvent en faire bénéficier indirectement l'épargnant; enfin, ils simplifient considérablement la perception des coupons et toutes les autres formalités de gestion.

En plus de ces services, ces organismes présentent un intérêt particulier sur le plan international, compte tenu de l'insuffisance des informations dont les épargnants disposent sur les marchés étrangers des obligations. Ils peuvent de ce fait apporter une contribution très active au développement des placements entre pays membres.

Il serait donc souhaitable de supprimer les obstacles qui, dans certains pays, limitent encore, soit la détention par ces organismes de valeurs d'autres pays membres, soit la diffusion de leurs actions ou parts auprès de la clientèle de ces mêmes pays membres : les moyens envisagés à cet effet seront examinés au chapitre 10.

B. LE RÉGIME FISCAL DES REVENUS D'OBLIGATIONS⁽³⁾

9. A mesure que les entraves dues à la réglementation des changes et que les obstacles à caractère législatif, réglementaire ou statutaire qui s'opposent à des placements dans d'autres pays membres sont éliminés, l'influence de la fiscalité sur les mouvements internationaux de capitaux prend une importance accrue. Ceci est particulièrement vrai en ce qui concerne l'acquisition d'obligations étrangères. En effet, le rendement joue un rôle plus grand dans l'appréciation de ces titres que lors d'un placement en actions : or, c'est évidemment la comparaison des rendements nets d'impôt qui guide le choix des placements entre divers types d'obligations nationales ou étrangères.

(¹) Les moyens de développer l'activité des sociétés d'investissement et fonds de placement en général, et plus particulièrement leur contribution au marché des actions, seront examinés au chapitre 10.

(²) Des organismes de ce type existent en France et, depuis peu, en Belgique et en Allemagne. Dans ce dernier pays, au moment de leur création, ces fonds se sont engagés à ne pas diffuser leurs parts auprès de la clientèle étrangère; toutefois les considérations fiscales qui sont cause de cette attitude restrictive, c'est-à-dire le désir d'empêcher que la « Kuponsteuer » de 25% ne soit tournée, ne devraient pas, ultérieurement, empêcher ces organismes de remplir leur fonction de diffusion des obligations nationales auprès des épargnants des autres pays membres.

(³) On se limitera ici à l'examen des problèmes fiscaux spécifiques du marché des valeurs à revenu fixe, le chapitre 14 étant consacré à l'ensemble des problèmes fiscaux du marché européen des capitaux.

Afin de ne pas fausser la structure des rendements pour l'épargnant, la fiscalité devrait être neutre du point de vue du lieu de placement dans un marché européen des obligations : on pourra se rapprocher de cet objectif par diverses voies.

A) L'ÉLIMINATION DES DOUBLES IMPOSITIONS

10. La double imposition des revenus d'obligations étrangères qui — malgré des conventions bilatérales tendant à son élimination — subsiste de façon partielle mais non négligeable dans les relations entre certains pays membres, décourage largement l'acquisition d'obligations étrangères. Le frein de la double imposition est d'autant plus grave qu'il s'est produit un rapprochement des rendements bruts sur les divers marchés des pays membres; ainsi, les différences de rendement, qui pouvaient jadis inciter un épargnant à effectuer un placement en obligations émises dans d'autres pays membres, de préférence à un placement en valeurs nationales, sont maintenant souvent annulées par la charge fiscale supplémentaire qu'il aurait à supporter pour un tel placement.

L'existence de telles doubles impositions est incompatible avec le développement d'un marché intégré des valeurs à revenu fixe d'autant plus que la plus grande partie des investisseurs, et notamment les personnes physiques, considèrent comme perdue la retenue à la source supportée à l'étranger, et ne tiennent pas compte dans leurs calculs de rendement, des possibilités éventuelles de la récupérer, en raison de la complexité des formalités exigées pour cette récupération.

On examinera au chapitre 14 diverses solutions techniques au problème général de la double imposition.

B) LE PROBLÈME DES CAPITAUX « ANONYMES »

11. Un second problème fiscal important réside dans les possibilités inégales d'évasion fiscale qui existent dans les divers pays membres et dans l'attrait que certains marchés des obligations peuvent exercer pour cette raison sur les capitaux « anonymes ».

Ces disparités tiennent à des différences entre les taux des retenues à la source, et à l'inégale efficacité du contrôle exercé par les administrations fiscales. L'on s'accorde généralement à reconnaître que le système dit du « bordereau de coupons » qui est pratiqué en France, est le seul qui donne toute garantie à ce dernier égard.

Par ailleurs, la retenue à la source ne constitue généralement, il est vrai, qu'un acompte. Elle présente cependant un caractère définitif pour certains investisseurs tels que les caisses de retraite, par exemple, ou les compagnies d'assurances en France. Dans ce cas, ainsi que dans tous ceux où il existe une possibilité d'évasion fiscale, la retenue constitue alors le seul impôt payé et son taux influe de manière déterminante sur l'attrait qu'exerce le placement en obligations dans un pays déterminé sur les capitaux anonymes nationaux ou étrangers.

On examinera au chapitre 14 diverses solutions qui sont déjà mises en œuvre ou qui seraient concevables pour remédier aux effets perturbateurs qu'exerce cet état de fait sur la circulation des capitaux. On s'efforcera alors d'apprécier la plus ou moins grande compatibilité de ces solutions avec les perspectives d'intégration des marchés financiers. En anticipant sur les conclusions auxquelles on parviendra, il apparaît qu'une solution au problème de l'évasion fiscale ne pourrait provenir que d'une harmonisation des systèmes d'imposition et d'un renforcement de la coopération entre les administrations fiscales des Etats membres. Toutefois, si le renforcement des moyens mis en œuvre pour appréhender les revenus d'obligations dans la Communauté et le niveau des taux d'imposition aboutissaient à une taxation plus élevée que dans certains pays tiers, il pourrait en résulter une fuite de capitaux vers des pays refuges hors de la Communauté, ce qui aurait pour seule conséquence un appauvrissement du marché européen des obligations.

Il convient donc de tenir compte du fait qu'il existera toujours des marchés offrant un refuge fiscal aux capitaux anonymes. Aussi le groupe d'experts considère-t-il qu'un éventuel renforcement des contrôles devrait être accompagné d'un allègement voire d'une suppression des retenues à la source sur les revenus d'obligations. S'il en était autrement, le renforcement du contrôle dans un pays aurait simplement pour effet de provoquer une hausse des taux d'intérêt que devraient offrir les émetteurs dans ce pays pour compenser la retenue à la source et donner ainsi aux souscripteurs des rendements nets analogues à ceux qu'ils peuvent trouver sur d'autres places. Il semble d'ailleurs que le développement récent des « euro-émissions », dont il sera question plus loin, qui offrent un flux régulier de titres présentant les caractéristiques recherchées par les capitaux anonymes, ait renforcé la tendance à l'harmonisation internationale des taux de rendement nets de retenue à la source.

C) OPPORTUNITÉ D'UN RÉGIME FISCAL PRIVILÉGIÉ POUR LES REVENUS D'OBLIGATIONS

12. Le groupe d'experts s'est demandé toutefois si un régime fiscal des obligations relativement plus favorable que celui d'autres modes de placement de l'épargne ne soulèverait pas de nouveaux problèmes. La question s'est posée à cette occasion de savoir si la fiscalité devrait être totalement neutre de façon à rendre fiscalement indifférent le choix du mode de placement pour l'épargnant ou au contraire si elle devrait être sélective de façon à assurer un développement des diverses formes de placement dans le sens considéré comme le plus souhaitable par les pouvoirs publics.

Certes, la stabilité monétaire constitue la condition fondamentale d'un développement sain et équilibré du marché des obligations. Dans les circonstances présentes, comme dans le passé, il ne semble pas malheureusement que cette condition ait pu être réalisée. En effet, le tableau n° 19 sur les rendements des valeurs à revenu fixe montre que les rendements réels à prix constants des obligations sont substantiellement inférieurs aux rendements à prix courants. Fin 1965, les rendements réels se situaient, selon les pays membres, entre 1,24 et 4,82% pour les titres du secteur public (rendements à prix courants entre 5,50 et 7,70%) et entre 2,10 et 4,73% pour les titres du secteur privé (rendements à prix courants entre 5,95 et 7,60%).

Dans certains pays donc, le rendement réel après déduction des impôts payés sur les intérêts a été faible — voire même négatif — au cours de certaines années. On pourrait penser que le jeu du marché devrait normalement avoir pour effet de rétablir des rendements réels attrayants, par une amélioration des taux d'intérêt ou des autres avantages offerts par les emprunteurs, ou encore par une baisse des cours des obligations : cela ne se réalise que très imparfaitement, en raison de facteurs institutionnels et aussi de l'intervention des pouvoirs publics sur le marché. Une telle situation ne peut cependant pas être maintenue sans qu'à la longue ne se développe un arbitrage et que les capitaux ne s'orientent vers d'autres marchés ou vers d'autres formes de placements. C'est pourquoi, il a été parfois suggéré que les inconvénients résultant de l'érosion monétaire et de la diminution des rendements réels des obligations soient compensés par des avantages particuliers de nature fiscale. On a fait valoir qu'une telle compensation serait également justifiée par le fait que le secteur public est le principal émetteur dans tous les pays membres et donc le principal bénéficiaire d'une limitation des rendements offerts aux investisseurs.

Cette proposition se heurte à des obstacles évidents d'ordre politique. En outre, un éventuel régime fiscal privilégié ne pourrait être limité aux revenus d'obligations, mais devrait être étendu également à d'autres placements à revenu fixe, puisque le problème se pose de façon semblable à leur égard.

Il serait en revanche souhaitable d'encourager les placements à revenu fixe durables, compte tenu des préférences déjà excessives pour la liquidité qui se manifestent dans tous les pays membres.

Le groupe d'experts estime donc que cet objectif, qui ne donnerait pas lieu aux deux objections mentionnées, devrait être recherché par une autre voie, en insérant les éventuels avantages fiscaux sur les revenus d'obligations dans le cadre d'une fiscalité incitative à l'égard de tous les placements à long terme: puisqu'il serait contestable de considérer seulement la détention d'obligations comme un placement à long terme et le dépôt en compte comme un placement à court terme, ces avantages devraient donc être accordés à tout placement à revenu fixe qui aurait été maintenu pendant une durée déterminée.

Il est d'autre part clair que de tels avantages fiscaux ne devraient pas être réservés, comme c'est le cas dans certains pays membres, aux revenus de placements en obligations nationales, ce qui aurait pour effet d'introduire un cloisonnement additionnel des marchés.

CONCLUSIONS

13. Une diminution des cloisonnements qui existent entre les marchés de valeurs à revenu fixe permettrait d'aboutir à un meilleur équilibre de ces marchés. Un tel résultat pourrait être atteint par une amélioration des conditions de l'offre de capitaux à travers un aménagement :

- d'une part, des règles de placement des investisseurs institutionnels,
- d'autre part, du régime fiscal des revenus d'obligations.

1) Sur un plan général, afin de permettre aux investisseurs institutionnels de jouer le rôle pilote qui devrait être le leur dans l'intégration des marchés, le groupe d'experts suggère de réviser leurs réglementations de placement de façon à :

— réduire les différences de traitement entre obligations industrielles et fonds d'Etat au minimum indispensable pour éviter que les institutions encourent des risques excessifs;

— faciliter les placements en obligations émises dans les autres pays membres en leur appliquant un traitement semblable à celui des valeurs nationales, dès lors qu'elles présentent des caractéristiques analogues, et en particulier, dès lors qu'elles sont cotées dans une bourse du pays de l'investisseur.

2) En outre :

— les compagnies d'assurances et les caisses d'épargne locales devraient pouvoir placer librement dans d'autres pays membres un pourcentage modeste de leurs ressources en tous placements de même nature que ceux qui sont permis sur le plan interne, et notamment en obligations d'autres pays membres non cotées dans une bourse du pays où sont établies ces institutions; ce pourcentage pourrait être élargi progressivement par la suite; dès maintenant, cette faculté pourrait être accordée plus libéralement aux organismes centraux des caisses d'épargne, aux caisses d'épargne à structure centralisée, ainsi qu'aux banques;

— les sociétés d'investissement et les fonds communs de placement devraient être libres d'effectuer des placements en obligations nationales ou étrangères dans des proportions laissées au choix de ces organismes et être autorisés à diffuser leurs actions ou parts dans les autres pays membres.

3) Sur le plan fiscal, le groupe d'experts recommande :

— d'éliminer les doubles impositions qui constituent un frein particulièrement grave à l'intégration des marchés de valeurs à revenu fixe, en raison de l'importance que revêtent pour ces placements les considérations de rendement;

— d'harmoniser les régimes d'imposition existant dans les divers pays membres, en établissant notamment les taux de retenue à la source sur les revenus d'obligations à un même niveau, qui ne soit pas susceptible de détourner les courants de capitaux vers des marchés tiers;

— d'éventuels avantages fiscaux consentis en faveur des revenus d'obligations devraient s'insérer dans le cadre des mesures de stimulation de l'épargne à long terme et s'appliquer sans distinction à tous placements dépassant une durée déterminée.

II. Les émissions de valeurs à revenu fixe

A. PROBLÈMES LIÉS À LA STRUCTURE DE LA DEMANDE DE CAPITAUX SOUS FORME D'ÉMISSIONS DE VALEURS À REVENU FIXE

En envisageant le développement des liaisons entre marchés des valeurs à revenu fixe des pays membres, le groupe d'experts a été amené à examiner si les différences de dimension des marchés et d'importance relative des diverses catégories d'émetteurs étaient susceptibles d'influer sur la réalisation d'un marché européen des obligations.

A) LES DIFFÉRENCES DE DIMENSION DES DIVERS MARCHÉS

14. Le manque d'homogénéité des statistiques disponibles rend difficiles les comparaisons de dimension des marchés des valeurs mobilières; en effet, les statistiques officielles relatives aux émissions de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme adoptent des définitions et des traitements différents suivant les pays. Bien que toute tentative d'aménagement de données disparates en vue de comparaisons internationales soit inévitablement critiquable, les principales différences qu'une telle opération permet d'établir peuvent toutefois être indiquées (voir tableau n° 20).

Il apparaît que, pendant la période 1960-1965, le volume global des émissions intérieures nettes a représenté, par rapport à la formation intérieure brute de capital, environ 22% en Italie, 20% en Belgique, 10% en Allemagne et en France, 7% aux Pays-Bas. Faute d'informations suffisantes, il n'a pas été possible de tenir compte des emprunts privés contre reconnaissances de dette, très importants en Allemagne et aux Pays-Bas : leur prise en considération aurait pour effet d'augmenter sensiblement les pourcentages allemands et néerlandais et de donner une vue plus exacte des différences de dimension réelles des divers marchés, différences moindres qu'il n'apparaît d'après les seuls chiffres cités. Toutefois, même si des différences existent à l'heure actuelle, il ne semble pas qu'on puisse en conclure que les émissions d'obligations conserveront cette importance relative par rapport aux investissements dans l'avenir : ces différences reflètent en effet la situation de marchés en pleine évolution.

B) LES DIFFÉRENCES D'IMPORTANCE RELATIVE DES DIVERSES CATÉGORIES D'ÉMETTEURS

15. L'obstacle majeur à un développement des émissions d'autres pays membres sur chacun des marchés de la Communauté réside dans le fait que les marchés nationaux sont déjà excessivement sollicités par les émetteurs résidents. Les émetteurs publics ou para-publics interviennent de manière prédominante plus ou moins sur tous les marchés : c'est ainsi par exemple que les émissions de valeurs à revenu fixe destinées à financer l'Etat, les collectivités locales et les entreprises publiques ont représenté en moyenne, au cours de la période 1960-1965, 65% environ de l'ensemble des émissions intérieures nettes en Belgique et aux Pays-Bas, 47% du total correspondant en Allemagne et en France, 36% en Italie. Si l'on tenait compte en outre des émissions des institutions para-publiques de crédit, la part relative des émissions du secteur privé apparaîtrait de façon générale, très modeste dans tous les pays.

Ainsi, les émetteurs privés rencontrent-ils déjà à l'heure actuelle certaines difficultés pour se frayer une place sur les marchés des obligations : il est donc justifié de se demander si l'ouverture des marchés des pays membres aux émetteurs des pays partenaires réduirait ou, au contraire, accroîtrait ces difficultés.

Globalement, les entreprises privées trouveraient un accès plus facile au marché obligataire en n'étant plus limitées dans leurs opérations d'emprunt par les conditions particulières du marché national, mais en pouvant par contre exploiter les éventuelles circonstances favorables se présentant sur d'autres marchés.

Les grandes entreprises, internationalement connues parce qu'elles diffusent largement leurs produits, parce que leurs actions sont introduites sur plusieurs bourses, etc., sont particulièrement bien placées pour émettre des obligations susceptibles d'intéresser largement la clientèle étrangère. D'autre part, en raison de la nature diversifiée de leurs investissements et de leurs revenus en diverses monnaies, ce type d'émetteurs hésite moins à prendre en charge les éventuels risques de change. Dans les conditions actuelles, il se pourrait cependant que seules les grandes entreprises utilisent ces possibilités supplémentaires de financement. En effet, les entreprises de dimensions moyennes rencontrent déjà certaines difficultés pour accéder à leur propre marché en raison d'une surface financière insuffisante. Dans certains cas, cet obstacle est surmonté par la constitution de groupements en vue de l'émission d'emprunts dont le produit est ensuite réparti entre les membres, dans d'autres cas par l'interposition d'institutions spécialisées qui, elles, empruntent sur le marché. Il est vraisemblable que le problème de la dimension minimale et de la notoriété nécessaires pour procéder à une émission d'obligations se posera avec plus d'acuité encore lorsqu'il s'agira d'accéder aux marchés des autres Etats membres : l'extension des techniques d'emprunts groupés et des emprunts des institutions spécialisées présenterait de ce fait une incontestable utilité à l'échelon européen.

Cependant, les Etats, et les autres collectivités publiques pourraient également envisager de procéder à des emprunts sur les marchés financiers étrangers. Les problèmes particuliers que ce recours soulèverait ont été étudiés au chapitre 6 consacré aux politiques de financement des administrations et des entreprises publiques.

B. L'ÉLIMINATION DES RESTRICTIONS À L'ACCÈS AUX MARCHÉS

16. Les obstacles qui, dans la plupart des pays membres, s'opposent à l'émission d'emprunts étrangers proviennent, d'une part, de la réglementation des changes, d'autre part, des entraves législatives et des régimes d'autorisation administrative particulière auxquels, en plus des formalités imposées aux émetteurs résidents, sont soumises les émissions étrangères.

A) L'ÉLIMINATION DES RESTRICTIONS DE CHANGE

17. Aux termes de la première directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du Traité, comme il a été dit au chapitre 3, les opérations d'émission n'ont été libérées qu'en Allemagne, en Belgique et au Luxembourg, les autres pays membres de la Communauté s'étant prévalus de la possibilité de maintenir des restrictions de change pour ces opérations. Malgré les excédents enregistrés depuis lors dans leurs balances des paiements et malgré l'accroissement constant du volume des émissions sur leur marché intérieur, ces derniers Etats membres n'ont pas modifié formellement leur position. Des autorisations particulières pour des émissions étrangères ont cependant été données assez fréquemment. Inversement on remarquera qu'en Allemagne et en Belgique, malgré la libération intervenue, des circonstances diverses n'ont pas permis que le placement d'émissions étrangères auprès de résidents de ces pays s'effectue avec toute l'ampleur attendue.

Un rapprochement des taux d'intérêt est intervenu au cours des dernières années. La coordination des politiques économiques qui a été entreprise dans le cadre communautaire a en outre diminué le risque de voir les Etats membres suivre des politiques budgétaires, monétaires et d'orientation des investissements divergentes. Il semble donc que la situation qui pouvait justifier une attitude réservée de la part de certains Etats membres se soit transformée et qu'elle permette aujourd'hui à ces derniers de renoncer à leurs restrictions de change plus facilement qu'au moment où la première directive a été prise. Il serait d'ailleurs toujours possible à un Etat membre, au cas où des difficultés en découleraient, d'invoquer les clauses de sauvegarde et de mettre en œuvre les procédures prévues à l'article 73 du Traité.

Par ailleurs, le désir de réserver l'épargne nationale aux émetteurs nationaux — qui paraît être aujourd'hui la principale raison du maintien des restrictions dans les trois pays membres cités plus haut — ne tient pas compte des possibilités accrues qu'un marché européen offrirait aux émetteurs. On peut s'attendre à ce que la création d'un tel marché ait pour effet non pas de juxtaposer simplement les ressources d'épargne déjà disponibles sur chacun des marchés actuels, mais d'accroître globalement leur volume.

Il convient de remarquer enfin qu'un certain équilibre est nécessaire entre les engagements de libération consentis par les divers Etats membres, et que l'absence de progrès dans l'abolition des restrictions de change aurait pour conséquence de bloquer d'autres progrès ultérieurs dans la voie de la libre circulation des capitaux.

18. En pratique, on pourrait envisager une procédure graduelle, les émissions étrangères n'étant d'abord autorisées que jusqu'à concurrence de certains plafonds, puis ces plafonds étant relevés progressivement.

La fixation de chaque plafond pourrait se référer à des données objectives, par exemple, au volume de l'épargne intérieure brute du pays considéré au cours d'une période donnée.

Il est envisagé de retenir cette solution dans la troisième directive, qui doit être prise en application de l'article 67 du traité de Rome et dont le projet est actuellement en discussion.

B) L'ÉLIMINATION DES RESTRICTIONS LÉGISLATIVES ET ADMINISTRATIVES

19. Des restrictions législatives ou administratives particulières pour les émissions étrangères subsistent encore dans certains Etats membres. Si, comme, il semble, la raison de leur maintien est la même que celle du maintien des restrictions de change, l'argumentation précédemment développée est également valable ici. D'ailleurs, l'élimination de ces restrictions est, elle aussi, prévue par le projet de troisième directive.

Ainsi disparaîtrait le caractère discriminatoire de certaines dispositions. Par exemple, bien qu'en Belgique il n'existe plus de restrictions de change pour les émissions étrangères, celles-ci restent subordonnées à l'autorisation du ministre des finances. En

France, les émissions étrangères sont interdites par une loi déjà ancienne, sauf dérogations particulières. D'autre part, toujours sauf dérogations, le démarchage est interdit pour les titres étrangers ce qui défavorise sensiblement leur placement par rapport à celui des valeurs françaises.

Par ailleurs, il a été rappelé aux chapitres 4 et 5 que l'établissement d'un « calendrier » des émissions est souvent utilisé pour l'octroi de priorités dans l'accès au marché et comme instrument de contrôle des tendances à long terme des taux d'intérêt.

Il a été souligné à cette occasion que certains inconvénients découlant du mode actuel d'établissement des calendriers nationaux pourraient être évités si des critères clairement fixés au préalable et fondés sur des considérations techniques, présidaient à cet établissement. Le but du calendrier deviendrait exclusivement alors d'éviter les déséquilibres temporaires que provoqueraient des émissions désordonnées en les étalant dans le temps. Ainsi conçu, l'établissement d'un calendrier ne serait pas contradictoire avec les perspectives d'intégration, à la condition de traiter de façon non discriminatoire les émissions d'émetteurs étrangers, et de tenir compte de l'évolution des marchés des autres pays membres. Il est vrai cependant qu'avec l'extension des liaisons entre marchés, ces dernières considérations prendront une importance accrue et que, par conséquent, il sera moins possible aux autorités de tutelle de chacun des marchés d'établir isolément les divers calendriers.

20. Aussi le groupe d'experts suggère-t-il que des représentants des autorités ou organismes chargés d'établir un calendrier dans chacun des pays membres coopèrent pour mettre au point les critères communs qui pourraient à l'avenir servir de base à leurs décisions, et qu'une coordination systématique entre ces organismes soit établie par la suite, de façon à harmoniser autant que possible les divers calendriers qui existent dans les Etats membres de la Communauté. Il pourrait, par exemple, être envisagé de donner un « support institutionnel » à cette coordination en chargeant une instance, réunissant périodiquement les représentants des autorités de tutelle des marchés financiers, de suivre l'évolution des divers marchés de la Communauté ainsi que celle du marché international dont il sera question plus loin, et d'émettre des avis sur les possibilités de placement des émissions étrangères, ainsi que sur la façon de préserver l'équilibre des divers marchés tout en utilisant au maximum leurs possibilités.

C. PROBLÈMES LIÉS AU COÛT ET AUX MODALITÉS D'ÉMISSION

21. Même si les restrictions d'ordre divers qui gênent un libre accès des émetteurs à l'ensemble des marchés obligataires de la CEE étaient levées, ils ne profiteraient des nouvelles possibilités ouvertes qu'à deux conditions : en premier lieu, que le coût du recours à un marché étranger soit avantageux, en deuxième lieu qu'il existe des possibilités réelles d'atteindre les épargnants dans les autres pays membres par des modalités d'émission attrayantes.

On examinera donc successivement :

- le coût des opérations de placement;
- le problème de la concurrence avec les émetteurs nationaux;

- le problème du placement auprès des investisseurs institutionnels;
- les problèmes posés par les caractéristiques techniques des titres émis.

A) LE COÛT DES OPÉRATIONS DE PLACEMENT

22. Au fur et à mesure que les différences entre les taux d'intérêt sur des divers marchés s'atténuent, les coûts supportés lors du placement d'une émission influencent de façon croissante le choix du marché d'émission. Dans les conditions actuelles, on n'est pas certain que ces coûts sur les divers marchés de la Communauté puissent concurrencer ceux qui sont pratiqués sur les grands marchés financiers internationaux, voire ceux du marché des « euro-émissions » qui ressent fortement la concurrence des institutions américaines et britanniques.

Dans les Etats membres, ce sont les institutions de crédit et non pas des intermédiaires spécialisés comme les « investment bankers » et les « issuing houses » qui assurent à titre principal le placement des emprunts. Malgré les avantages d'un réseau très dense de guichets et de contacts étroits avec la clientèle, les commissions de placement apparaissent généralement assez élevées, bien que la marge entre le rendement pour le porteur et le coût pour l'emprunteur soit sensiblement différente d'un pays à l'autre. Comparativement, les commissions de placement les plus élevées sont réclamées en France, les moins élevées aux Pays-Bas : il est impossible de donner des indications chiffrées, toutes comparaisons pouvant être faussées par les différences que l'on constate d'émission à émission à l'intérieur d'un même pays.

On peut néanmoins rappeler deux facteurs significatifs. Tout d'abord, la pratique du démarchage a — en France notamment — une incidence importante sur le coût. Par ailleurs, dans d'autres pays, la concurrence fort limitée qui existe entre les syndicats de placement et la rigidité dans la répartition des quotas au sein de ceux-ci peuvent avoir une influence négative sur le coût ainsi que sur la qualité du placement : ce manque de souplesse peut avoir pour conséquence que les commissions de placement ne correspondent pas suffisamment aux coûts supportés par le syndicat et qu'elles ne s'adaptent pas aux difficultés effectives que les institutions rencontrent, qui varient avec la qualité de l'emprunteur, celle de l'émission, ainsi que la situation du marché.

Cet ensemble d'imperfections découle essentiellement du fait que les « ventes en gros » à des investisseurs institutionnels ne sont pas suffisamment développées et que, par conséquent, le marché est encore pour l'essentiel un « marché au détail ». Des progrès ne pourront provenir que du développement graduel, du reste déjà sensible, des placements directs de blocs importants d'obligations. En outre, lorsqu'il s'agit de grands emprunts, le choix par adjudication du syndicat chargé du placement peut aider à stimuler la concurrence, comme c'est le cas souvent aux Etats-Unis.

Toujours est-il que l'ouverture des marchés des pays de la CEE ne pourra être complètement mise à profit que dans la mesure où des coûts et des capacités de placement concurrentiels permettront aux institutions financières de la CEE d'attirer la clientèle qui s'adresse actuellement au marché des euro-émissions.

B) LE PROBLÈME DE LA CONCURRENCE AVEC LES ÉMETTEURS NATIONAUX

23. La concurrence faite par des émetteurs étrangers aux émetteurs nationaux soulève des problèmes particuliers lorsque ces derniers ont la possibilité technique de réaliser des émissions continues (« au robinet »). De telles émissions revêtent une très grande importance en Allemagne pour les obligations communales et hypothécaires, et en France, pour les bons du Trésor. Dans les autres pays membres, il est recouru à une technique identique pour le financement de l'équipement collectif et du logement ainsi que pour le refinancement d'institutions de crédit ordinaires (bons de caisse). Les émissions continues ont représenté en moyenne, au cours de la période 1960-1965, 65% environ de l'ensemble des émissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe en Allemagne, 42% de l'ensemble en France et en Belgique, contre 23% seulement en Italie et 16% aux Pays-Bas (voir tableau n° 21).

L'émission de ces titres n'étant pas soumise à la « discipline » du calendrier — dans le pays où il existe — les institutions émettrices bénéficient d'un avantage technique par rapport aux émetteurs résidents ou non-résidents qui, dans le cadre de cette discipline, peuvent voir leurs émissions différées ou même empêchées en raison de la saturation du marché. Les caractéristiques particulières dont sont souvent assortis ces titres contribuent à leur donner une place de choix dans les portefeuilles et, par suite, à rétrécir les possibilités restantes d'absorption du marché.

Une solution à ce problème semble pouvoir être recherchée dans une harmonisation des conditions de l'émission « au robinet » dans les Etats membres et dans une coordination de l'attitude des autorités de tutelle. On éviterait alors que le calendrier ne soit vidé de son sens par ces émissions continues.

C) LE PROBLÈME DU PLACEMENT AUPRÈS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

24. L'insuffisance des possibilités de placement des investisseurs institutionnels en obligations d'autres pays membres a déjà été longuement analysée. Il y a lieu cependant de revenir sur un élément particulier de ce problème, celui du principe habituellement suivi par ces organismes et qui les amène à limiter plus ou moins étroitement leurs placements en une monnaie aux ressources qu'ils détiennent en cette même monnaie. L'essentiel de leurs ressources étant en monnaie nationale, le principe suivi les empêche évidemment de souscrire à des emprunts qui seraient émis par un emprunteur étranger sur son propre marché et donc libellés en une monnaie étrangère.

La formule des emprunts parallèles — composés de diverses « tranches » libellées chacune en une monnaie différente — vise au-delà de la répartition d'un emprunt important sur plusieurs marchés, à fournir aux investisseurs institutionnels des divers pays des obligations libellées en leur monnaie nationale. Cette formule présente toutefois entre autres inconvénients, celui d'une très grande complexité technique, liée au fait qu'il s'agit en réalité d'emprunts simultanés et non d'un emprunt unique. La multiplication des formalités administratives et la nécessité d'adopter une formule standardisée — même si les rendements offerts pour les diverses tranches diffèrent — ne sont pas non plus de nature à faciliter son emploi.

Une variante plus commode permet d'offrir aux investisseurs institutionnels des placements exempts de risques de change sans nécessiter pour autant l'émission d'une série d'emprunts étrangers. Il suffit que soit donnée aux souscripteurs étrangers d'un emprunt lancé sur le marché intérieur, mais s'adressant aussi à l'épargne des autres pays membres, la possibilité d'obtenir que les obligations souscrites soient libellées dans leur propre monnaie. Cette formule présente l'avantage très appréciable de ne pas fixer arbitrairement des « tranches », mais de laisser les souscripteurs déterminer le volume de chacune d'elles suivant les possibilités d'absorption du marché correspondant. Une telle technique a déjà été mise en œuvre à l'occasion d'un emprunt d'une holding étatique italienne. Son emploi plus fréquent peut être attendu parallèlement au rapprochement des taux d'intérêt.

D) LES CARACTÉRISTIQUES DES TITRES ÉMIS

25. Les titres offerts dans les pays membres ne présentent pas toujours des caractéristiques identiques : possibles et pratiquées dans certains d'entre eux, les émissions d'obligations indexées, d'obligations participantes, d'emprunts à lots, ne sont pas usuelles ni même légales dans d'autres. En raison de l'attrait particulier que certaines de ces formules présentent, il peut en résulter des distorsions au niveau de la concurrence entre émetteurs.

La pratique de l'indexation assez fréquente dans le passé, a été limitée plus ou moins rigoureusement dans tous les Etats membres. C'est ainsi que, dans certains pays, il subsiste sur le marché des titres indexés, mais des émissions nouvelles ne sont pas autorisées. Dans d'autres pays, seules ont été interdites les indexations par rapport à un indice de référence étranger à l'activité de l'émetteur. Dans ce dernier cas sont donc permises les « obligations participantes » qui permettent d'associer leur porteur à la vie économique de l'emprunteur. La participation peut se traduire par une réévaluation du capital ou par une augmentation des intérêts versés annuellement en fonction de la progression, par exemple, du chiffre d'affaires ou des bénéfices de l'émetteur.

Les obligations convertibles et échangeables seront examinées dans le chapitre 10 relatif aux marchés des valeurs à revenu variable, dans la mesure où elles soulèvent des problèmes particuliers, liés notamment à l'augmentation différée de capital qu'elles peuvent représenter. Pourtant, pendant toute la période précédant la conversion, elles constituent une forme d'obligation indexée au cours de l'action.

Les emprunts à lots enfin sont normalement réservés à des émetteurs du secteur public et leur importance varie beaucoup de pays à pays.

Les problèmes de concurrence que l'on a mentionnés font apparaître souhaitable une certaine harmonisation dans les positions des Etats membres à l'égard de ces diverses formules, de façon à donner aux émetteurs des possibilités techniques semblables sur les divers marchés. A défaut d'une telle harmonisation, la diversité des situations pourrait aboutir à un développement anormal des émissions comportant les clauses de valorisation les plus appréciées par le public. Lancées par des émetteurs résidant dans les pays où le régime est le plus libéral, de telles émissions risqueraient de drainer, grâce à cet avantage particulier, l'épargne d'autres pays membres.

CONCLUSIONS

26. Les différences de dimension ou de structure des marchés de valeurs à revenu fixe des Etats membres ne peuvent en elles-mêmes justifier une limitation de l'accès des émetteurs étrangers. Au fur et à mesure de leur atténuation, des divergences dans les niveaux des rendements sur les divers marchés ne pourront pas davantage être invoquées pour justifier le maintien de restrictions. Tout au plus existera-t-il un problème de transition qui pourrait être résolu par une ouverture graduelle des marchés et par l'adoption de certains aménagements de caractère technique. A cet effet, le groupe d'experts recommande :

- 1) l'élimination des restrictions de change qui subsistent, éventuellement en autorisant les émissions en provenance d'autres pays membres à l'intérieur de plafonds fixés en fonction de critères objectifs et destinés à être relevés graduellement;
- 2) l'élimination des dispositions législatives ou administratives qui ont des effets discriminatoires à l'égard des émetteurs d'autres pays membres;
- 3) l'instauration d'une coordination systématique entre les autorités de tutelle des marchés pour surveiller l'évolution des capacités d'absorption des marchés et donc éviter certaines surcharges même temporaires; cette coordination devrait être basée sur des critères définis en commun et s'exercer au sein d'une instance réunissant les autorités précitées;
- 4) la reconsidération des techniques de placement actuellement en vigueur en vue de favoriser celles qui se sont révélées les plus efficaces et les moins coûteuses;
- 5) la recherche de solutions communes à l'égard de modalités d'émission telles que les émissions continues, l'émission d'obligations indexées ou d'obligations participantes, d'emprunts à lots, etc., qui peuvent privilégier certains émetteurs et aboutir en outre à des distorsions non négligeables dans les mouvements de capitaux entre Etats membres.

III. Le marché des euro-émissions

27. Comme on a pu le voir au chapitre 3, les émissions étrangères « traditionnelles » en monnaie locale, ont déjà atteint dans les pays de la Communauté un volume appréciable puisqu'on peut évaluer leur montant brut à environ 550 millions de dollars pour la période 1961-1965. Cependant, ce chiffre paraît encore faible si on le compare au montant des émissions étrangères de la même période, au Royaume-Uni (296 millions de dollars), en Suisse (704 millions de dollars) et surtout aux Etats-Unis (1 480 millions de dollars). Elles ont représenté, d'autre part, dans l'ensemble de la Communauté, moins de 1,5% des émissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme, lesquelles ont dépassé globalement 38 milliards de dollars ⁽¹⁾ pendant la période 1961-1965. Ces comparaisons conduisent à penser que le dévelop-

⁽¹⁾ Le tableau n° 20 relatif aux émissions intérieures et le tableau n° 15 relatif aux émissions étrangères ne sont pas strictement comparables: pour les émissions étrangères, on ne dispose que du montant brut, tandis que pour les émissions intérieures, on possède le montant *net* des remboursements. Si l'on disposait de chiffres nets dans les deux cas, cette proportion serait encore plus modeste.

pement des émissions étrangères en monnaie locale est seulement embryonnaire et que l'on est encore éloigné d'un véritable marché européen des valeurs à revenu fixe.

Depuis 1957 cependant, et avec une accélération croissante depuis 1963, il s'est développé un marché international pour les obligations, appelé ici « marché des euro-émissions » : les émissions réalisées sur ce marché ont atteint 1 770 millions de dollars entre 1961 et 1965, et dépassent donc très largement le montant des émissions étrangères en monnaie locale réalisées en Europe.

L'intérêt de cette expérience exige que l'on examine de façon approfondie les caractéristiques de ce marché, les raisons de son développement et ses problèmes actuels.

A. PRINCIPALES CARACTÉRISTIQUES ET RAISONS DU DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DES EURO-ÉMISSIONS

28. Le marché des euro-émissions pourrait être défini par ses principales caractéristiques : les obligations (qu'il s'agisse d'obligations conventionnelles ou convertibles) sont libellées en certaines des devises qui jouent un rôle important dans les transactions financières internationales (dollar, DM), en unités de compte européennes, ou comportent des clauses particulières telle une option de change; elles sont diffusées par des syndicats d'émission composés de banques des divers pays membres coopérant avec celles des principales places financières des pays tiers; elles sont placées auprès d'une clientèle internationale qui déborde très largement celle de la place d'émission et qui parfois est exclusivement étrangère. Contrairement aux marchés internationaux de Zürich, New York, Londres, tels qu'ils opéraient avant 1957, le marché des euro-émissions implanté « matériellement » à Luxembourg, Londres, Francfort ou New York se distingue souvent des marchés « intérieurs » avec lesquels il coexiste sur ces diverses places, par la monnaie d'émission employée, les taux de rendement offerts ⁽¹⁾ et les techniques de placement mises en œuvre. D'autre part, les euro-émissions se présentent sous des traits communs, quel que soit pour ces emprunts, le lieu d'émission ou de cotation, qui n'a plus qu'une importance réduite, les sources réelles des fonds étant largement les mêmes.

Dû essentiellement à l'initiative des institutions financières privées et favorisé par les avantages que les emprunteurs et les souscripteurs y ont trouvés, le développement des euro-émissions a aussi bénéficié de circonstances accidentelles liées aux mesures fiscales ou de réglementation des changes prises par certains États dans le cadre de leur politique monétaire ou de leur politique d'équilibre de la balance des paiements.

A) LE DÉVELOPPEMENT DES EURO-ÉMISSIONS ET LEURS AVANTAGES POUR LES PARTICIPANTS AU MARCHÉ

29. Pour les emprunteurs, un avantage essentiel des euro-émissions a été de leur fournir des ressources financières supplémentaires par rapport à celles des émissions

⁽¹⁾ Les taux pratiqués pour les émissions étrangères traditionnelles étaient généralement supérieurs à ceux pratiqués pour les émissions intérieures, mais leur restaient liés dans leurs variations, ce qui n'est plus toujours le cas aujourd'hui pour les euro-émissions.

« traditionnelles » ou, lorsque celles-ci n'étaient pas possibles, de leur fournir des moyens de financement de remplacement. Ce fait est à rapprocher de la place importante prise par les émetteurs publics sur les marchés intérieurs et du rationnement relatif qui en découle pour les émetteurs privés et étrangers.

Par ailleurs, les euro-émissions présentent souvent pour les émetteurs l'avantage d'être d'un coût moindre que les emprunts sur les marchés intérieurs des pays membres de la CEE, soit que le taux de rendement puisse être abaissé en raison des autres avantages offerts à l'épargnant, soit que le coût de placement puisse être plus faible en raison de la concurrence des syndicats internationaux de placement.

Ce coût moindre peut être dû aussi au fait que les émetteurs acceptent de supporter en contrepartie un risque de change. Il en est ainsi pour les sociétés industrielles et commerciales qui, en raison de la nature de leurs investissements et de la diversité des monnaies dans lesquelles sont exprimés leurs revenus, sont moins sensibles au risque de change, lequel est d'ailleurs relativement faible à côté des risques que comportent leurs activités industrielles ou commerciales. Il en est ainsi également pour les institutions financières qui ne sont pas obligées de se prémunir contre le risque de change, soit parce qu'elles le transfèrent à leurs propres emprunteurs, soit parce que ce risque est pris en charge par l'Etat. Il en est ainsi, enfin, pour les collectivités publiques.

On doit remarquer cependant que les émetteurs privés de la Communauté n'ont pas beaucoup tiré parti des possibilités de ce marché, utilisées essentiellement par les institutions internationales, puis par des emprunteurs scandinaves, portugais, japonais et, récemment, surtout par des filiales de sociétés américaines. Pour ces dernières pourtant, les capitaux obtenus sur le marché des euro-émissions ont toujours été d'un coût supérieur à celui du marché américain, et c'est surtout leur désir de collaborer au « programme de restrictions volontaires » mis en œuvre par les autorités américaines qui explique l'importance de leurs emprunts sur ce marché; néanmoins, les capitaux ainsi collectés ont été d'un coût moindre que celui qu'elles auraient dû supporter pour des émissions en monnaies locales sur les marchés de la Communauté.

30. Pour les épargnants, un des attraits des euro-émissions paraît résider dans le fait que ces titres offrent un rendement net de toute déduction fiscale.

On sait en effet que les euro-émissions sont domiciliées dans des pays où il n'existe pas, à l'heure actuelle, de retenue à la source pour les non-résidents. De plus, la plupart d'entre elles, et notamment les emprunts des filiales de sociétés américaines comportent une clause selon laquelle l'intérêt est payable sans déduction d'aucun impôt présent ou futur ⁽¹⁾ pouvant frapper dans le pays de l'émetteur le paiement de l'intérêt à un non-résident. En prévision du cas où un tel impôt serait introduit, les émetteurs prennent le plus souvent l'engagement d'augmenter l'intérêt payé, de façon qu'après déduction de l'impôt les porteurs continuent à recevoir le montant net stipulé. Un des avantages les plus appréciés par les souscripteurs est sans doute que la perception des intérêts payés sur ces emprunts, contrairement à celle des intérêts payés sur d'autres titres étrangers, ne nécessite aucune des formalités complexes qui sont habituel-

⁽¹⁾ Ceci n'est pas le cas pour les emprunts japonais qui sont soumis à une retenue à la source au Japon même.

lement exigées pour obtenir, suivant le cas, la restitution des retenues à la source prélevées à l'étranger ou leur imputation sur les impôts dus dans le pays de résidence : l'épargnant a ainsi la certitude de ne pas avoir à subir de double imposition. Comme ces titres peuvent par ailleurs être détenus dans l'anonymat, il en résulte des possibilités d'évasion fiscale pour leurs porteurs : il s'agit d'un phénomène dont les Etats sont évidemment conscients. Mais il serait excessif de le considérer comme le facteur fondamental du développement des « euro-émissions ».

Les diverses formules pratiquées ont offert, d'autre part, aux épargnants d'amples possibilités de choix entre diverses monnaies ⁽¹⁾ et leur ont permis d'assurer à leurs placements une diversification géographique ainsi qu'une large répartition des risques. Une autre motivation de l'achat de ces titres peut donc résider dans le désir des investisseurs de se protéger contre une dévaluation éventuelle de leur propre monnaie. On ne peut pas exclure toutefois que la difficulté pour les épargnants d'apprécier la portée exacte des clauses monétaires les ait parfois amenés à une interprétation trop extensive de l'étendue des avantages de ces formules. Celles-ci assurent, en effet, une protection contre les changements éventuels de parité de certaines monnaies, mais non contre l'érosion monétaire due à la hausse des prix.

B) LE DÉVELOPPEMENT DES « EURO-ÉMISSIONS » ET LES POLITIQUES DES POUVOIRS PUBLICS

31. Bien que le lieu d'émission n'ait qu'une importance réduite en raison du caractère international des syndicats de placement et de la clientèle, la fixation matérielle du marché des euro-émissions dans certains pays présente pour leurs places financières des avantages certains. Ce marché procure, en effet, aux intermédiaires financiers de la place un volume appréciable d'affaires supplémentaires, ce qui contribue notamment à améliorer les conditions de fonctionnement et la rentabilité de leurs départements « émissions ».

Ce phénomène est particulièrement net en ce qui concerne la place de Luxembourg, comme il l'a été dans le passé pour les places suisses.

Pour les places de Londres et de New York, où la réputation des infrastructures financières existantes a joué un rôle essentiel dans la fixation du marché international, les euro-émissions ont fourni l'occasion de continuer l'activité d'émission pour le compte d'emprunteurs étrangers, activité qui se serait autrement réduite radicalement. Des raisons de prestige et les revenus « invisibles » provenant de cette activité justifient déjà la faveur des autorités dans les pays où ces marchés sont implantés.

Leur attitude bienveillante s'explique aussi par le fait que le marché des euro-émissions ne peut pas exercer une influence défavorable sur la balance des paiements du pays en raison de dispositions qui découragent en pratique les résidents d'y participer : comme on l'a dit, l'offre et la demande émanent principalement d'émetteurs et

⁽¹⁾ On trouvera dans le chapitre 13 consacré au risque de change un examen détaillé des conditions dans lesquelles les diverses formules aboutissent à partager le risque de change entre les porteurs et les émetteurs d'obligations internationales.

d'épargnants non-résidents. Aux Etats-Unis, depuis l'instauration de « l'intérêt equalization tax », en Grande-Bretagne, en raison de l'existence d'un « dollar premium » élevé, les épargnants résidents n'ont pas intérêt à souscrire aux euro-émissions. L'influence des autorités américaines dans le développement des euro-émissions a été notable aussi parce que le « programme de restrictions volontaires » a encouragé les entreprises des Etats-Unis à se financer davantage à l'étranger, ce qui a provoqué depuis 1965 l'intensification que l'on sait des euro-émissions de filiales américaines.

En Allemagne, depuis l'instauration de la retenue à la source de 25% (Kuponsteuer) sur les intérêts d'obligations allemandes détenues par des non-résidents, ceux-ci se sont portés plutôt vers des emprunts en DM d'émetteurs étrangers, non sujets à cette retenue, et ne contribuent donc plus à grossir les importations de capitaux qui étaient considérées comme inopportunes en raison de la situation déjà excédentaire de la balance des paiements. Des entreprises allemandes ont elles-mêmes été amenées à emprunter sur le marché des euro-émissions, qui offrait des conditions plus attrayantes que le marché intérieur.

Au Luxembourg, il n'existe pas de dispositions tendant à empêcher la clientèle luxembourgeoise de souscrire aux euro-émissions, mais le problème ne se pose pas en pratique, étant donné son attitude traditionnellement très réservée à l'égard des émissions étrangères. On sait qu'il existe par ailleurs des limitations aux possibilités de placement en valeurs étrangères pour les principaux investisseurs institutionnels, notamment les compagnies d'assurances et la Caisse d'épargne de l'Etat.

32. L'attitude des autres Etats membres a été parfois plus réservée, surtout celle de pays qui, voulant maintenir un contrôle strict sur leur marché des capitaux, ont constaté la difficulté de mener une politique autonome compte tenu de l'interdépendance déjà très poussée qui s'est instaurée entre le marché des euro-émissions et les marchés nationaux.

Mais, d'une part, il serait difficile à ces Etats d'empêcher leurs propres entreprises de procéder à des euro-émissions qui constituent une source de financement avantageuse et de risquer, ce faisant, de les placer dans une position défavorable vis-à-vis de ceux de leurs concurrents étrangers qui en bénéficient. De plus, ces ressources s'ajoutent aux moyens de financement internes : si, sur le marché des obligations d'un Etat membre, la demande potentielle de capitaux dépasse déjà l'offre des souscripteurs, le recours de certains émetteurs aux marchés étrangers ou au marché des euro-émissions améliore l'équilibre du marché intérieur en accroissant les possibilités d'accès pour les autres émetteurs.

D'autre part, la participation des investisseurs résidant dans les Etats membres au marché des euro-émissions est en principe libre, puisque la cotation des valeurs émises s'effectue à la bourse de Luxembourg immédiatement après l'émission : la libération totale en vigueur à l'égard des titres cotés est alors applicable aux achats sur le marché des euro-émissions. Certaines restrictions sont toutefois imposées — formellement ou non — aux banques des Etats membres participant au syndicat de placement : elles concernent notamment la publicité dont elles peuvent entourer le placement des euro-émissions. Le but est évidemment d'empêcher qu'une ponction trop importante puisse s'exercer sur le marché intérieur à l'occasion de ces émissions.

B. PROBLÈMES ACTUELS DU MARCHÉ DES EURO-ÉMISSIONS

A) L'ÉVOLUTION RÉCENTE ET L'ÉQUILIBRE DU MARCHÉ

33. Au cours de l'année 1965, l'intensification des appels, notamment de sociétés américaines, sur le marché des euro-émissions, en conjonction avec l'évolution générale à la hausse des taux d'intérêt a eu pour conséquence, à certaines périodes, de provoquer un engorgement qui s'est traduit par des difficultés de placement, et, au début de 1966, par le retrait de certaines émissions qui avaient été annoncées. Un recours excessif à ces émissions pourrait d'autant plus accroître ces difficultés dans d'avenir, que la clientèle relativement étroite de ce type d'emprunts a déjà garni fortement son portefeuille de ce genre de titres. Il pourrait donc se poser un problème de saturation, au moins temporaire, qui ferait apparaître la nécessité d'un échelonnement des émissions internationales.

Il n'est pas certain que les institutions financières participant aux syndicats de placement pourront toujours mesurer avec précision les capacités d'absorption du marché et éviter de lancer des émissions pour des montants dépassant ces possibilités. Il pourrait en résulter une mauvaise tenue des cours sur les marchés secondaires, ce qui entraînerait finalement les conséquences les plus fâcheuses pour l'avenir de ces émissions.

Il a parfois été envisagé d'établir un « calendrier » des euro-émissions; mais une telle solution rencontrerait des difficultés car on voit mal quelle autorité pourrait être chargée de son établissement. Cependant, les représentants des autorités de tutelle des marchés financiers pourraient valablement, lors des rencontres périodiques préconisées plus haut, étudier aussi l'évolution du marché international et émettre des recommandations générales à l'égard des émetteurs, de façon à aider à régulariser le rythme des euro-émissions.

B) L'ÉQUILIBRE À LONG TERME DU MARCHÉ DES EURO-ÉMISSIONS

34. Il est évidemment très difficile d'apprécier la capacité d'absorption du marché des euro-émissions; ses limites qui commençaient à apparaître ont été reculées par la vogue qu'ont connue les émissions d'obligations convertibles.

Le vif succès rencontré par ces dernières sur le marché international a permis à un certain nombre d'émetteurs et principalement aux filiales de sociétés américaines, d'emprunter à des taux relativement bas pendant un certain temps. Néanmoins, ces taux ont également connu une hausse et les cours de plusieurs obligations convertibles se trouvent aujourd'hui bien au-dessous du pair. Cette évolution des cours a été également liée à la conjoncture boursière des actions des sociétés émettrices; aussi ne faudrait-il pas conclure de cette baisse à une éventuelle saturation du public européen en obligations convertibles. Sur un plan général, la diversification des titres offerts — on peut citer à cet égard les emprunts à relativement court terme apparus récemment — et l'élévation des taux de rendement peuvent attirer de nouvelles couches d'épargnants européens sur ce marché, ainsi d'ailleurs que de nouveaux acheteurs des pays tiers. L'offre de capitaux susceptibles de s'investir sur ce marché peut donc connaître encore un certain développement.

En même temps, le coût de plus en plus élevé des capitaux obtenus sur le marché des euro-émissions fait disparaître un de ses attraits essentiels pour certains émetteurs. Il est en outre douteux que les entreprises américaines continuent à accepter des sacrifices financiers non négligeables en empruntant à des taux bien au-dessus des taux américains. Il est possible qu'elles décident plutôt de recourir à un financement de leurs filiales étrangères par émissions d'actions de sociétés holding réunissant l'ensemble de leurs intérêts européens, ce qui allégerait sensiblement la pression sur le marché international des obligations.

35. Si telles sont les perspectives de développement de l'offre et de la demande sur le marché des euro-émissions, il convient de remarquer que son avenir sera aussi conditionné par une amélioration des marchés secondaires des titres actuellement en circulation. Une des principales causes d'inquiétude à l'égard de ce marché est liée à l'emploi qui peut avoir été fait de facilités à court terme obtenues sur le marché de l'euro-dollar par diverses institutions financières participant aux syndicats de placement. Ce recours n'aurait rien d'inquiétant en soi, s'il s'agissait d'une utilisation purement temporaire destinée à faciliter le placement ordonné d'une émission. Cependant, on a souvent affirmé que, par ce biais, une proportion non négligeable des titres en circulation est en fait financée de façon permanente par des fonds empruntés à court terme. S'il en était ainsi, le caractère vulnérable de ce financement pourrait aboutir, dans certaines circonstances, à une pression soudaine sur le marché secondaire et donc à une baisse sensible des cours.

36. Cette cause de fragilité du marché des euro-émissions peut être mise en rapport avec la faible participation des investisseurs institutionnels : ceux-ci n'ayant pu faire, tout au moins pendant la première période d'existence de ce marché, que des apports limités, la qualité du placement en a souvent souffert. Une évolution plus positive semble actuellement se dessiner, comme en témoignent l'accroissement du volume des échanges et l'intensification de l'arbitrage.

Sans une telle évolution, on aurait pu craindre que l'ensemble des déficiences des marchés secondaires des euro-émissions ne freine à la longue le placement d'emprunts nouveaux. Il pourrait également être opportun de favoriser un marché plus actif pour ces valeurs grâce à leur cotation dans diverses bourses, et notamment dans le pays de l'emprunteur.

CONCLUSIONS

37. Alors que l'interpénétration des marchés des pays membres a été relativement lente, le marché des euro-émissions, dont le développement a été plus rapide, a rempli un certain nombre de fonctions qui devraient être celles d'un marché européen des valeurs à revenu fixe. Son fonctionnement connaît cependant divers défauts sur lesquels il conviendrait de se pencher.

En définitive, il appelle les constatations et recommandations suivantes :

1) le marché des euro-émissions a permis aux émetteurs de la Communauté de rassembler des moyens de financement supplémentaires à un coût relativement avantageux : un volume identique de capitaux n'aurait vraisemblablement pas pu être aisément obtenu sur les marchés des pays membres;

2) les euro-émissions ont été l'occasion d'une coopération entre les institutions financières des pays tiers et celles de la Communauté, coopération qui a permis à ces dernières de développer certaines méthodes de diffusion des valeurs mobilières dont l'efficacité a fait ses preuves sur les marchés tiers; en même temps, l'utilité d'une concurrence entre les syndicats d'émission et ses conséquences favorables sur le coût des capitaux d'emprunt ont été mises en évidence;

3) à l'occasion des euro-émissions, on a pu constater aussi qu'un marché international pouvait parfaitement s'accommoder d'une multiplicité de places financières, et ne nécessitait pas la concentration de l'ensemble des opérations en un centre unique de négociation;

4) diverses formules permettant de surmonter l'obstacle du risque de change ont été expérimentées sur le marché des euro-émissions, lequel a contribué par ailleurs à la diffusion de formules telles que l'obligation convertible, qui paraît susceptible d'élargir la participation du public au marché;

5) certains engorgements passagers du marché n'ont cependant pas pu être évités et compte tenu des tendances générales à la hausse des taux d'intérêt, ont perturbé sérieusement son fonctionnement;

6) le marché secondaire des euro-émissions a par ailleurs montré des signes d'une fragilité due :

— au financement d'une partie appréciable des titres en circulation par des ressources empruntées à court terme sur le marché de l'euro-dollar,

— à la participation relativement faible des investisseurs institutionnels qui n'étaient en mesure « d'absorber » des obligations libellées en monnaies étrangères que dans des limites restreintes,

— au manque de transparence de ce marché secondaire et à l'insuffisance de l'arbitrage; sur ce point, il semble qu'il y aurait quelque utilité à admettre la cotation des euro-émissions sur diverses places financières, y compris éventuellement dans le pays de l'emprunteur.

LA STRUCTURE DES MARCHÉS DES VALEURS À REVENU VARIABLE

Introduction

1. Les marchés des valeurs à revenu variable sont confrontés à des problèmes similaires dans les divers pays de la Communauté.

Le volume annuel des émissions de valeur à revenu variable dans ces pays est loin d'être négligeable, puisque au cours de la période 1960-1965 il s'est monté en moyenne à 2,5 milliards de dollars, contre un peu plus de 1 milliard aux Etats-Unis (tableau n° 22). Cependant, même une activité d'émission aussi importante n'a pas suffi à redresser les structures financières des entreprises européennes déséquilibrées par le manque de capitaux propres. Cet état de fait et ses conséquences ont été analysées au chapitre 2 (point 17) : ils ressortent clairement de l'examen des tableaux n° 10 et n° 11 concernant les sources de financement externe et la structure financière des entreprises.

D'autre part, l'évolution des émissions a été très irrégulière, des variations sensibles pouvant être constatées d'une année à l'autre, en fonction de la conjoncture boursière. Les possibilités d'approvisionnement sur le marché des capitaux à risques ne présentent donc pas pour les entreprises la sécurité voulue; ceci est imputable en partie aux défauts de fonctionnement des marchés secondaires dont il sera question au chapitre suivant, mais aussi à des problèmes de structure qui affectent aussi bien l'offre que la demande de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu variable.

Bien que le groupe d'experts ait limité son analyse aux questions intéressant le développement d'un marché européen des capitaux, il a été amené à évoquer des problèmes concernant les divers marchés nationaux : en effet, plus que dans tout autre secteur du marché des capitaux, l'intégration des divers marchés des valeurs à revenu variable est étroitement conditionnée par l'amélioration du fonctionnement de chacun d'eux.

On examinera dans les deux sections suivantes :

— les moyens d'améliorer l'offre de capitaux sur les marchés par un apport accru de la part des investisseurs institutionnels et par un aménagement de la législation fiscale;

— les moyens de mieux adapter aux préférences des épargnants européens les formules et techniques d'émission de valeurs par les entreprises.

I. L'offre de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu variable

A. L'INSUFFISANCE DE L'OFFRE DU PUBLIC ET L'APPORT POSSIBLE DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

2. Le marché des actions a été traditionnellement considéré comme un marché alimenté de façon prédominante par un public d'investisseurs individuels s'intéressant de façon régulière aux placements en bourse. Cette image ne correspond plus aux circonstances actuelles. Les raisons qui ont été à l'origine de cette transformation, notamment la redistribution des revenus et l'intérêt croissant du public pour d'autres formes de placements parfois à caractère spéculatif, ont souvent été évoquées. Les problèmes actuels résultent de ce que les conditions pour assurer la relève de la clientèle traditionnelle du marché des actions par d'autres couches d'épargnants et par des investisseurs institutionnels ne semblent pas encore être réunies dans tous les pays.

L'insuffisance de l'apport des investisseurs individuels, notamment de ceux appartenant à des catégories à revenus moyens, s'explique aussi par le fait que les organismes financiers avec lesquels ils sont le plus souvent en contact, c'est-à-dire les caisses d'épargne et les banques, ne sont pas toujours en mesure — ou n'ont pas nécessairement intérêt — à les orienter vers des placements en valeurs à revenu variable. De tels emplois de l'épargne de leur clientèle entrent en effet en concurrence avec d'autres formes de placements, notamment les dépôts qui offrent l'occasion de emplois rémunérateurs, ou bien la souscription de valeurs à revenu fixe, qui procure normalement à l'intermédiaire des commissions de placement plus intéressantes. D'autre part, dans les pays d'Europe continentale les agents de change et autres courtiers en bourse ne disposent pas d'une organisation institutionnelle orientée vers un large contact avec le public. Quant aux organismes-conseils pour les placements en valeurs mobilières, ils sont loin d'avoir atteint le degré de développement qui est le leur sur les marchés financiers de certains pays tiers.

Aussi existe-t-il actuellement dans les pays européens une carence manifeste d'intermédiaires ayant un contact suffisamment large avec le public et pouvant ainsi le conseiller et l'assister dans ses placements sur le marché des actions.

Cette situation ne suffirait pas à expliquer l'anémie dont souffrent les marchés des valeurs à revenu variable dans la plupart des pays membres, si les investisseurs institutionnels contribuaient, pour leur part, dans une mesure importante à l'offre de capitaux sur ces marchés : or, une caractéristique structurelle fondamentale de la plupart des marchés européens de valeurs à revenu variable réside précisément dans l'apport encore modeste de ces investisseurs. Il en va, on le sait, tout autrement sur les marchés américain et britannique où ces institutions jouent un rôle prédominant. Tandis qu'aux Pays-Bas les investisseurs institutionnels ont acquis en moyenne au cours de la période 1960-1965 plus de 75% des valeurs à revenu variable, pour les autres pays, les données éparses dont on peut disposer permettent d'estimer que leur apport dépasse rarement 20% du total.

Il est certain que les investisseurs institutionnels constituent des instruments de choix pour gérer les épargnes de toute une partie du public qui n'a pas les possibilités pratiques d'effectuer directement des placements judicieux en valeurs à revenu variable.

Il apparaît donc nécessaire, pour orienter vers le marché des actions l'épargne de larges couches de la population qui actuellement s'en tiennent à l'écart, d'encourager le développement des activités d'un certain nombre d'institutions intermédiaires qui recueillent ces épargnes et les placent sur le marché en connaissance de cause.

Cette fonction est encore plus nécessaire lorsqu'il s'agit d'opérer des placements à l'étranger, car les connaissances des techniques boursières étrangères et de la qualité des valeurs étrangères ne sont pas le plus souvent à la portée des particuliers. Les investisseurs institutionnels ont donc un rôle essentiel à jouer dans l'interpénétration des marchés européens.

Malheureusement, dans les pays membres de la CEE, par suite notamment des réglementations qui régissent leur activité, ces institutions se trouvent trop souvent limitées tant du côté de la recherche de moyens nouveaux que de leur emploi en actions, et particulièrement en actions étrangères. Ainsi, ces institutions risquent même de jouer dans certains cas un rôle « d'écran » entre leur clientèle et les marchés des autres pays membres, et par conséquent de contribuer à l'isolement des marchés, au lieu de faciliter leur intégration.

Il sera distingué entre trois groupes d'institutions qui posent des problèmes sensiblement différents :

- les sociétés d'investissement et fonds de placement,
- les organismes d'assurance et de prévoyance,
- les réseaux des caisses d'épargne.

A) LES SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT ET FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

3. A l'heure actuelle, les sociétés d'investissement et fonds communs de placement qui existent dans les pays membres, sont organisés selon des statuts juridiques et avec des règles de fonctionnement sensiblement différents. Il existe des traits communs nombreux entre les « fonds ouverts de placement » allemands, belges, luxembourgeois et néerlandais, mais des différences substantielles entre cette formule (proche du « mutual fund » américain et du « unit trust » britannique) et le système français de la « société d'investissement à capital variable » (SICAV) entré en vigueur en fin 1963. Les sociétés d'investissement « fermées » occupent encore, comme en Grande-Bretagne, une grande importance en France et aux Pays-Bas. Dans ce dernier pays d'ailleurs, c'est une formule particulière, fondée sur un statut de société fermée mais fonctionnant en pratique comme un fonds ouvert, qui s'est le plus développée. Ainsi constate-t-on que selon les pays, c'est l'une ou l'autre de ces formules qui a pris de l'extension, dans certains pays comme les Pays-Bas et la France, les divers types d'organismes pouvant même coexister. En Italie, par contre, il n'existe actuellement qu'une seule société d'investissement fermée, dans l'attente de l'élaboration d'un statut pour les fonds communs de placement.

Les actifs des fonds communs de placement et sociétés d'investissement ont représenté par rapport à la capitalisation boursière ⁽¹⁾ en 1964 environ 5,5% en France,

(¹) Ce rapport, puisqu'il comprend aussi les actifs placés à l'étranger, est pris seulement comme une indication du développement de ces organismes, mais non de leur apport au marché national des capitaux (voir le tableau n° 24 concernant les actifs des sociétés d'investissement et fonds communs de placement, 1960-1964).

3,7% en Allemagne, 2,3% en Belgique (1). Aux Pays-Bas, leurs actifs sont les plus importants et représentent 8,2% de la capitalisation boursière. Aux Etats-Unis, en Grande-Bretagne et au Japon, ce pourcentage est nettement plus élevé que dans les pays membres. Ceci fait penser qu'il existe encore pour ces organismes des possibilités de croissance dans la plupart des pays de la Communauté, bien que les moyens rassemblés par eux soient déjà importants.

L'activité des sociétés d'investissement et fonds de placement, par les mouvements internationaux de capitaux qu'elle entraîne, a déjà eu pour résultat l'établissement de liens non négligeables entre les marchés financiers de la Communauté et avec ceux des pays tiers. Ces liens sont dus aux placements en valeurs mobilières étrangères réalisés par les fonds, d'une part, et à la diffusion de leurs actions ou certificats auprès d'épargnants étrangers, d'autre part.

Les placements étrangers de ces organismes représentent, par rapport à leur actif net, un pourcentage particulièrement élevé dans les pays où l'éventail des valeurs mobilières nationales est trop étroit pour assurer une répartition satisfaisante du portefeuille. Il en est ainsi dans tous les pays du Benelux, où le pourcentage des placements à l'étranger était en 1964 de l'ordre de 57 à 60% aux Pays-Bas et en Belgique, et encore supérieur au Luxembourg. Par contre, il atteint seulement environ 30% en France et 16% en Allemagne (2). Il s'agit évidemment de moyennes calculées sur les actifs de l'ensemble des sociétés d'investissement et fonds communs de placement; certains d'entre eux sont spécialisés en valeurs étrangères, d'autres au contraire limitent leurs placements aux valeurs nationales. Malgré la faiblesse relative de ces chiffres pour la France et l'Allemagne, il faut remarquer que les placements des fonds et sociétés d'investissement à l'étranger représentent une proportion élevée des investissements bruts globaux en valeurs étrangères effectués par des résidents : environ un quart en Allemagne et la moitié en France en 1962, seule année pour laquelle on dispose des chiffres nécessaires à une comparaison.

L'extension de l'activité de ces organismes soulève diverses catégories de problèmes : l'harmonisation des règles de placement, l'élimination des entraves à la diffusion de leurs actions ou certificats, le rapprochement des régimes de gestion, de publicité et de contrôle, et enfin des problèmes d'ordre fiscal.

4. En dépit de statuts juridiques sensiblement différents, les sociétés d'investissement et fonds communs de placement disposent en Allemagne, en Belgique, au Luxembourg et aux Pays-Bas de possibilités semblables de détenir des valeurs mobilières nationales ou étrangères, les réglementations nationales ne contenant pas en pratique de restrictions quant à l'origine des titres dans lesquels ils peuvent effectuer des placements. En France, par contre, la règle imposée aux SICAV de détenir 30% de leurs

(1) Pour la Belgique cependant, il faudrait tenir compte du fait qu'un certain nombre de fonds dirigés par des banques belges sont constitués au Luxembourg.

(2) Pour les Pays-Bas, ce pourcentage se rapporte aux 10 principaux fonds communs de placement néerlandais, pour lesquels des statistiques sont publiées. Le chiffre de 30%, mentionné pour la France, se rapportant à l'année 1963, est sans doute trop élevé, car il concerne seulement les 15 principales sociétés d'investissement fermées, à l'exclusion de France-Obligations dont la prise en considération abaisserait ce pourcentage. Les placements en valeurs étrangères des SICAV créées depuis lors, n'ont pas dépassé pour la plupart 30% de leurs avoirs. Le chiffre de 16% pour l'Allemagne concerne des placements en actions étrangères au cours de l'année 1962, dernière année pour laquelle la ventilation des placements des fonds allemands ait été publiée par la Bundesbank.

placements en obligations libellées en francs, constitue une limitation pratique aux placements en valeurs étrangères. En Italie, si les dispositions autorisant la constitution de fonds communs de placement étaient adoptées dans la forme proposée dans le projet de loi concernant les sociétés par actions, elles auraient un caractère encore plus restrictif : il est envisagé, en effet, d'autoriser les placements en titres cotés à l'étranger, mais non dans une bourse italienne, dans la limite de 10% seulement des actifs des fonds. Bien qu'une liberté totale soit envisagée en ce qui concerne l'achat par les organismes de valeurs étrangères cotées dans une bourse italienne, cette disposition resterait sans portée pratique, étant donné qu'à l'heure actuelle aucune action étrangère n'a été admise dans une bourse italienne.

La vente des parts ou actions de ces organismes dans les pays membres autres que ceux où ils ont été constitués rencontre, d'autre part, des obstacles de nature diverse.

Il s'agit, dans certains cas, des restrictions de change ou des limitations de nature administrative concernant notamment le démarchage. Les exigences de protection de l'épargnant invoquées à cette occasion ne devraient pourtant pas constituer un empêchement absolu à la suppression de ces obstacles, si certaines harmonisations étaient réalisées en matière de règles de publicité et de contrôle, ainsi qu'on le verra plus loin.

Un cas particulier résulte aujourd'hui du fait que l'obligation, déjà rappelée, imposée aux SICAV de détenir 30% de leur actif en obligations a été estimée par les autorités comme incompatible avec la liberté d'introduire en France des parts de fonds communs de placement constitués à l'étranger et non soumis à cette règle. Dans la mesure où cette position des autorités françaises serait maintenue, il apparaîtrait souhaitable qu'une atténuation progressive de cette obligation permette d'éliminer l'entrave qu'elle représente pour la libre circulation des parts de fonds communs de placement à travers toute la Communauté.

Dans d'autres cas, il s'agit de difficultés pratiques : les possibilités d'expansion des fonds sont en effet largement conditionnées par les réseaux de vente mis à leur disposition par les établissements financiers. Le fait qu'un certain nombre de fonds de placement européens aient été constitués par des consortiums bancaires internationaux en a facilité la diffusion dans l'ensemble des pays la Communauté et dans certains pays tiers. Par contre, la liaison étroite qui existe dans certains pays entre des fonds et les établissements financiers nationaux qui les gèrent, a pu constituer un obstacle de fait à la diffusion dans ces pays de parts de fonds étrangers. Aussi faut-il considérer favorablement de ce point de vue le développement de la négociation en bourse des parts de tels organismes de placement, qui peut dans une certaine mesure les affranchir de cette dépendance par rapport aux réseaux de vente. On sait que la négociation de ces parts est déjà largement pratiquée dans les bourses d'Amsterdam, de Bruxelles et de Luxembourg.

5. Le développement de l'activité des sociétés d'investissement et fonds communs de placement dans l'ensemble de la Communauté serait favorisé par un rapprochement des règles de gestion, de publicité et de contrôle de ces organismes.

Il a été constaté que dans les pays où coexistent des fonds distribuant aussi des plus-values résultant d'opérations sur titres, ce sont ces derniers fonds qui ont rencontré le plus de faveur auprès du public; celui-ci semble, en effet, ne pas distinguer toujours clairement dans les « bénéfiques » distribués la part provenant des produits du porte-

feuille et celle provenant de gains en capital réalisés. Dans certains pays (Belgique et France), la distribution de ces gains étant actuellement interdite, il est vraisemblable qu'une harmonisation s'imposera à long terme entre les réglementations concernant les distributions faites par ces organismes. En tout état de cause, il est indispensable que le public dispose toujours d'informations lui permettant d'opérer clairement cette distinction.

L'étendue des obligations d'information à l'égard du public auxquelles les sociétés d'investissement et fonds communs de placement sont soumis est aussi très différente d'un pays membre à l'autre. L'amélioration de cette information serait susceptible d'accroître la confiance du public dans ce mode de placement et par là même la diffusion des titres de ces organismes. Il serait souhaitable aussi, afin de faciliter les comparaisons, d'harmoniser la présentation des renseignements qui sont déjà disponibles dans la plupart des pays membres, et notamment ceux portant sur l'évolution de l'actif des fonds, la répartition de leurs placements, le montant des frais de gestion, les prix d'émission et de rachat des parts.

6. Finalement, une harmonisation des régimes de contrôle auxquels sont soumis les fonds et sociétés d'investissement dans les divers pays s'impose aussi. Actuellement, ces contrôles sont très inégaux au sein de la CEE et résultent, selon les cas, de la loi, d'une réglementation administrative ou simplement professionnelle. Il importerait de définir les critères fondamentaux de tutelle de l'épargnant en se gardant toutefois d'aller jusqu'à un alignement sur les règles les plus strictes. La réglementation particulièrement délicate des commissions perçues par les organismes de gestion des fonds communs de placement devrait être abordée en gardant à l'esprit le problème de la rémunération des efforts de promotion de cette forme de placement auprès des épargnants.

Ces diverses harmonisations ôteraient toutes justifications aux restrictions qui existent actuellement dans certains pays à la diffusion de parts de fonds communs de placement étrangers, restrictions pour lesquelles des exigences de protection de l'épargnant sont invoquées.

7. Le régime fiscal des sociétés d'investissement et fonds communs de placement est un élément déterminant de leur développement.

Un examen approfondi des régimes fiscaux de ces organismes dans les divers pays membres sera effectué au chapitre 14 relatif aux problèmes fiscaux. On se bornera ici à rappeler que la « transparence fiscale » constitue l'exigence fondamentale en ce domaine, sur le plan interne comme sur le plan international.

Sur le plan interne, il s'agirait de faire en sorte que les revenus de valeurs mobilières passant à travers ces organismes soient traités fiscalement de la même manière que s'ils avaient été perçus directement. Une telle transparence fiscale sur le plan interne aboutirait déjà à une harmonisation partielle du régime fiscal des organismes de gestion collective de l'épargne dans la Communauté. Cependant, une harmonisation complète supposerait aussi celle du régime fiscal des valeurs mobilières.

Sur le plan international, les principaux problèmes apparaissent lors de l'application, aux revenus perçus et distribués par les sociétés d'investissement et fonds de placement, des conventions bilatérales contre la double imposition, en particulier lorsque

le pays d'origine du revenu, le pays où fonctionne le fonds et le pays du porteur de parts sont différents. Les principes d'imposition de ces revenus sont variables d'un pays à l'autre. Il arrive même qu'une administration fiscale considère l'origine réelle du revenu dans le cas de fonds nationaux, mais seulement l'origine apparente, celle du pays du fonds, lorsque celui-ci est étranger. Les différences dans les systèmes de retenue à la source sont au centre de la plupart des difficultés rencontrées. Etant donné la complexité des situations de fait, et les divergences dans l'interprétation des conventions, il en résulte des doubles, voire des triples impositions.

Une transparence totale serait assurée si l'on tenait compte de l'origine réelle des revenus perçus par le fonds et de la résidence des bénéficiaires de revenus distribués par celui-ci, sans prendre en considération la nationalité du fonds, puisque celui-ci ne fait que transférer des revenus. Mais, ainsi qu'on le verra au chapitre 14, la mise en œuvre de ce principe se heurterait à de sérieuses difficultés techniques, et le groupe d'experts considère qu'une solution adéquate à ce problème ne pourra être trouvée que dans le cadre d'une convention multilatérale contre la double imposition, comportant des dispositions spécifiques pour les organismes de gestion collective de l'épargne.

B) LES ORGANISMES D'ASSURANCE ET DE PRÉVOYANCE

8. Comme dans le chapitre précédent, l'examen consacré ici à ces organismes doit se concentrer sur les compagnies d'assurance vie : cela apparaît justifié surtout en raison de l'importance que pourrait revêtir un apport accru de capitaux de leur part sur les marchés des valeurs à revenu variable et aussi de la réglementation stricte à laquelle sont souvent soumis actuellement ces placements. Il est évident qu'un certain nombre de principes dégagés dans les paragraphes suivants peuvent s'appliquer également à des organismes d'assurance et de prévoyance autres que les compagnies d'assurance vie, notamment aux fonds de pension.

D'une façon générale, alors que l'apport des compagnies d'assurance vie aux marchés des valeurs à revenu fixe est appréciable dans tous les Etats membres, leurs placements en actions sont plus faibles, en raison des limitations auxquelles ceux-ci sont soumis ou de la réserve manifestée à leur égard par les dirigeants des compagnies. Cela s'applique tout particulièrement aux placements des réserves techniques : pour l'emploi de leurs fonds propres, une politique plus souple à l'égard de ces placements semble être généralement suivie.

Ainsi, en Allemagne par exemple, les placements en actions ne doivent pas dépasser 10% de l'accroissement des réserves techniques et ne sont admis que pour des actions cotées en bourse ou officiellement traitées hors cote, entièrement libérées et ayant un rendement au moins égal au taux de capitalisation appliqué par les compagnies (ou « taux d'intérêt technique »).

En France, les possibilités de placements en actions, qui restent limitées par l'obligation d'investir au moins 50% des réserves techniques en « titres de première catégorie », ont été augmentées indirectement : un effet, une réforme entreprise en 1966 prévoit un élargissement de la gamme des placements de première catégorie en y incluant notamment, selon des modalités et dans des limites particulières, les obligations industrielle, les prêts hypothécaires et les actions de sociétés immobilières d'investissement qui étaient jusqu'ici en concurrence avec les placements en actions.

En Belgique, les placements en actions sont autorisés dans la limite de 15% des réserves mathématiques des compagnies et à condition qu'il s'agisse de sociétés belges remplissant certaines conditions particulières.

En Italie, les placements en actions étaient soumis à une autorisation particulière des instances de tutelle jusqu'en 1965. Actuellement, il est admis que les compagnies d'assurances puissent acquérir des actions de sociétés italiennes cotées depuis au moins cinq ans. Ces placements, venant en concurrence avec des placements en obligations industrielles, ne doivent pas dépasser 15% des réserves mathématiques de la compagnie et doivent présenter une diversification suffisante.

Les deux situations extrêmes sont représentées par le Luxembourg, où les compagnies d'assurances ne sont pas autorisées à effectuer des placements en actions, et les Pays-Bas, où elles ne sont, par contre, assujetties à aucune limitation, tout en s'astreignant au respect des principes élaborés par un organisme de surveillance, la Chambre des assurances (Verzekeringskamer).

9. Les critères dont s'inspirent les régimes souvent très restrictifs des placements en actions de la part des compagnies d'assurance vie sont critiquables sous plusieurs aspects et connaissent d'ailleurs actuellement une révision graduelle dont on vient de citer quelques exemples. Il semble désormais difficile d'affirmer que la protection de l'épargnant puisse en toutes circonstances être le mieux assurée par des placements en titres à revenu fixe, aussi solides soient-ils. Les tendances qui se manifestent actuellement vont dans le sens d'un assouplissement des règles de gestion des réserves des compagnies d'assurances.

Les risques que présentent, par leur nature même, les placements en valeurs à revenu variable ne doivent pas constituer un obstacle insurmontable à une libéralisation des réglementations à leur égard. Une large diversification des portefeuilles-actions réalisée directement par la compagnie d'assurance ou, indirectement, par l'achat de parts de fonds communs de placement, donne en effet la possibilité de contenir les risques de fluctuation de la valeur des portefeuilles-actions dans des limites acceptables.

D'autre part, il est probable que l'octroi de plus larges facilités de placement en actions permettrait aux compagnies d'assurance vie d'attirer des catégories nouvelles de souscripteurs et favoriserait ainsi cette forme d'épargne contractuelle dont les épargnants ont semblé s'éloigner dans certain pays. Les compagnies d'assurance vie pourraient, en effet, offrir des contrats comportant une liaison avec l'évolution des valeurs à revenu variable, comme c'est déjà le cas par exemple aux Pays-Bas, où des compagnies d'assurance vie investissant leurs réserves en parts de fonds communs de placement ou actions de sociétés d'investissement peuvent ainsi offrir une indexation du capital assuré sur l'évolution des titres gérés par ces organismes. Des contrats analogues sont aussi offerts en France. On pourrait d'ailleurs imaginer diverses formules procurant aux souscripteurs une liaison plus ou moins étroite avec les placements en actions effectués par la compagnie d'assurances : il est vraisemblable qu'elles attireraient de nouveaux souscripteurs qui ne sont pas intéressés par les formules actuelles orientées surtout vers des placements à revenu fixe.

Le groupe d'experts considère donc comme souhaitable, à la fois pour le développement de l'épargne contractuelle et pour l'élargissement des marchés des valeurs à revenu variable, que les compagnies d'assurance vie soient autorisées à utiliser, à côté

des formules actuelles de contrats, de nouvelles formules plus souples. Il estime cependant que ces nouvelles formules, et en particulier les types de placements qui seraient effectués à l'aide des primes ainsi recueillies, devraient être clairement déterminées à l'avance et explicitées de façon à assurer aux souscripteurs une parfaite connaissance des conditions particulières de leurs contrats.

10. Par cet élargissement des facultés de placement des compagnies d'assurance vie, une contribution importante serait aussi apportée à l'intégration à l'échelle européenne des marchés des actions.

A l'heure actuelle, les régimes restrictifs existant dans les pays membres à l'égard des placements en actions — que l'on a rappelés au point 8 — comportent le plus souvent des limitations additionnelles en ce que concerne les placements en actions étrangères.

En Allemagne, tous les placements en actions sont soumis à autorisation particulière : toutefois, un régime plus souple s'applique aux actions nationales remplissant certaines conditions. En France, seules les actions étrangères cotées dans une bourse de valeurs française peuvent être acquises par les compagnies d'assurances, mais sans autres limites que celles existant pour les placements en actions nationales. En Belgique, les placements en valeurs étrangères — actions et obligations — sont assujettis à une limitation globale de 20% des réserves techniques : cette limitation se combine évidemment avec celle déjà rappelée au sujet des placements en actions en général. Les actions étrangères en question doivent de plus être inscrites sur une liste proposée par la compagnie d'assurances et admise par décision ministérielle. En Italie, les placements en actions étrangères restent soumis à autorisation particulière, qui est toutefois pratiquement automatique lorsqu'il s'agit de couvrir des risques étrangers. La situation des Pays-Bas et du Luxembourg, où existent respectivement une faculté illimitée et une prohibition totale de placements en actions des réserves techniques des compagnies d'assurance vie, ne nécessite pas d'autres commentaires.

Le traitement plus défavorable dont souffrent par rapport aux placements en actions nationales les achats d'actions étrangères, a été souvent justifié par deux arguments : d'une part, il serait plus difficile aux compagnies d'assurances de juger de la qualité de actions étrangères, d'autre part, de tels placements comporteraient un risque de change, à moins qu'il ne s'agisse de couvrir des engagements exprimés dans la même monnaie. Ces deux argumentations peuvent difficilement être acceptées. D'une part, les grandes valeurs étrangères offrent sans doute de meilleures garanties que certaines valeurs nationales dont l'achat est admis sans contrôle de leur qualité; rien n'empêche d'ailleurs les compagnies d'assurances d'effectuer leurs placements à l'étranger à travers des organismes spécialisés, comme les fonds communs de placement, qui possèdent une connaissance approfondie des divers marchés. D'autre part, dès l'instant où des placements à risques sont admis, il ne paraît pas justifié d'interdire aux compagnies d'assurances d'assumer des risques de change, alors qu'elles courent des risques de fluctuations quantitativement plus importants dans la valeur des placements en actions qu'elles réalisent. Ce fait semble d'ailleurs avoir été reconnu par la réforme entreprise en 1966 en France, qui continue à exiger que les engagements pris dans une monnaie déterminée soient couverts par des valeurs libellées dans la même monnaie, mais qui admet également que les valeurs étrangères cotées en francs sur une bourse nationale soient admises à représenter des engagements en francs.

Le groupe d'experts estime donc que les actuelles différences de traitement entre placements en actions nationales et en actions d'autres pays membres devraient être assouplies de façon à permettre aux compagnies d'assurances de contribuer à l'intégration des marchés des valeurs à revenu variable dans la Communauté. Deux mesures pratiques qui pourraient être prises d'ores et déjà sans bouleverser les principes établis, consisteraient à :

— mettre sur un pied d'égalité les placements en valeurs nationales et ceux en parts de fonds communs de placement dont le portefeuille inclut aussi des valeurs étrangères;

— ne plus opérer de distinction entre valeurs nationales et valeurs d'autres pays membres dans la mesure où celles-ci sont cotées dans une bourse du pays où est établie la compagnie d'assurances.

C) LES RÉSEAUX DES CAISSES D'ÉPARGNE

11. On peut se demander si une contribution au marché financier sous forme d'achats d'actions de la part des réseaux des caisses d'épargne ne serait pas concevable. Ces organismes, qui effectuent la transformation de leurs ressources en placements à plus long terme sous forme de créances et de placements en obligations, sont à l'heure actuelle, dans la plupart des cas, étroitement limités dans leurs possibilités de détenir des actions.

En pratique, comme on le verra au chapitre 12, seuls les organismes centraux des caisses d'épargne en Allemagne (Girozentralen) et, en France, la Caisse des dépôts et consignations dans l'exercice de certaines de ses activités, disposent de possibilités relativement libérales de placement en actions. Il existe des différences de degré dans les limitations imposées aux caisses d'épargne des divers pays, mais les exceptions à la règle générale de l'interdiction des placements en actions sont peu nombreuses. Il faut citer à cet égard la faculté donnée aux caisses d'épargne néerlandaises d'effectuer de tels placements dans la limite de 50% de leurs fonds propres, et certaines exceptions admises pour les caisses d'épargne italiennes, assujetties aux mêmes dispositions que les banques, dont il sera question ci-après. Ces régimes déjà restrictifs le sont encore plus à l'égard des placements en actions étrangères.

Ces limitations se justifient par des considérations ayant trait à la protection de l'épargnant et à la nécessité d'une prudence particulière dans l'emploi de fonds qui peuvent être retirés à bref délai par les déposants. Mais il est indéniable que, outre le but d'assurer la protection de l'épargnant contre les risques de perte ou d'immobilisation, ces réglementations servent souvent aussi à orienter les ressources dont disposent ces organismes vers le financement du logement ou des équipements collectifs, investissements considérés comme prioritaires. Une éventuelle révision de ces priorités donnant une importance accrue au financement des investissements « productifs » pourrait inciter à un assouplissement des réglementations concernant les caisses d'épargne et leur permettre d'apporter une contribution significative aux marchés des valeurs mobilières à revenu variable. Ce processus de libéralisation — ainsi qu'il est indiqué au chapitre 12, points 24 à 30 — pourrait être plus rapide pour les organismes centraux et les caisses d'épargne à structure centralisée que pour les caisses d'épargne locales.

12. Dans l'immédiat, c'est probablement sous une autre forme que par leurs placements directs que les caisses d'épargne pourraient apporter une contribution importante au développement des marchés des valeurs à revenu variable. Etant donné les ressources croissantes dont ils disposent, on peut se demander si ces organismes ne devraient pas aussi se donner pour mission d'aider les petits épargnants qui constituent leur clientèle à accéder à des formes plus « élaborées » de placement que celles habituellement offertes, et notamment en leur facilitant des placements en valeurs à revenu variable. On sait qu'en Allemagne il existe un fonds de placement géré par les caisses d'épargne, qui a permis d'acheminer à travers leur intermédiaire certaines ressources vers le marché des valeurs mobilières. En France, il vient d'être créé, en 1966, sous l'égide de la Caisse des dépôts et consignations, une société d'investissement à capital variable, dont les titres sont distribués par le réseau des caisses d'épargne.

Une stimulation aux placements de leur clientèle en valeurs mobilières peut enfin provenir de l'intervention des caisses d'épargne comme gérants de portefeuilles et comme intermédiaires pour les transactions en valeurs mobilières : elles exercent à l'heure actuelle ces activités en Allemagne, en Italie et aux Pays-Bas.

B. LE RÔLE DES BANQUES

13. Les activités que peuvent exercer les banques sur les marchés des actions sont soumises dans les divers Etats membres à des législations et réglementations s'inspirant de principes parfois radicalement différents. En Allemagne, aux Pays-Bas et au Luxembourg, les banques ont la faculté de détenir des actions pour leur compte propre, tant au titre de participations que d'investissements de portefeuille; des nuances non négligeables existent par ailleurs dans les contrôles qui entourent les opérations dans ces trois pays. En France il existe une distinction — plus marquée sur le plan juridique que dans ses conséquences pratiques — entre deux catégories d'institutions : l'une, celle des banques d'affaires, exerce ses activités principales dans la prise de participations et les opérations qui y sont liées, alors que l'autre, celle des banques de dépôts, se voit interdire la détention d'actions, sauf pendant la durée strictement nécessaire du point de vue technique aux placements d'émissions nouvelles parmi la clientèle ou s'il s'agit de détenir ou de gérer un portefeuille pour le compte de tiers, et sauf aussi en ce qui concerne l'emploi de leurs fonds propres et les participations à d'autres établissements financiers. Des règles analogues à celles appliquées aux banques de dépôt en France se retrouvent dans les législations italienne et belge, qui ont défini, lors des réformes bancaires réalisées dans les années trente, les limites de l'activité de ces institutions.

L'examen des problèmes que soulèvent ces différences de régime, et particulièrement des problèmes de concurrence qui peuvent ainsi surgir au sein d'un marché européen des capitaux sera effectué au chapitre 12. On considérera ici les avantages et les inconvénients que présentent les deux régimes du seul point de vue du fonctionnement des marchés des valeurs à revenu variable.

14. Les arguments aujourd'hui assez fréquemment invoqués en faveur d'une atténuation de la spécialisation bancaire portent essentiellement sur la contribution que les banques de dépôt pourraient donner à l'approvisionnement des entreprises en capitaux à risques, sur l'élargissement qui pourrait en résulter pour des marchés de valeurs mobilières souvent trop étroits, et finalement sur la nécessité de préparer les

banques à la concurrence internationale. Il convient d'ajouter ici que l'activité des banques sur les marchés des actions contribuerait de façon appréciable à l'intégration de ces marchés sur le plan européen, puisqu'elles pourraient plus aisément que d'autres investisseurs acquérir la connaissance nécessaire des entreprises et des mécanismes boursiers dans les pays partenaires.

15. En tout état de cause, les risques de perte sur les cours et les risques d'immobilisation inhérents aux placements en actions ne permettraient pas aux banques de consacrer une part importante de leurs ressources à ce type de placements, compte tenu de la nature de leurs engagements envers la clientèle. Sous réserve du respect de règles adéquates de sécurité et d'un contrôle par les organismes de tutelle, il serait toutefois possible, sur le plan pratique, de faire un pas vers un assouplissement des réglementations, de nature à permettre un apport accru de la part des banques. Mais les problèmes qui surgiraient alors et qui peuvent déjà être constatés dans les pays où ces institutions disposent de larges facultés d'intervention sur les marchés des actions, doivent également être pris en considération.

16. Ces problèmes proviennent principalement des conflits d'intérêts qui peuvent surgir entre les différentes fonctions qu'exercerait une banque qui, en même temps, distribuerait des crédits, détiendrait des participations de contrôle, aurait un portefeuille-actions, participerait à des syndicats d'émission, assurerait la gestion de fonds communs de placement, et finalement aurait des activités de conseiller de la clientèle ou de gérant de portefeuilles.

Des conflits d'intérêt pourraient se manifester entre la banque et les entreprises qui constituent sa clientèle, ainsi qu'entre la banque et les titulaires des portefeuilles dont elle assure ou oriente la gestion. Il faudrait encore rappeler les problèmes que pose l'activité des banques en tant qu'opérateurs en bourse, lorsqu'elles peuvent en même temps détenir des actions : ce problème sera toutefois examiné au chapitre 11 (point 46).

Il serait sans doute excessif de considérer que de tels conflits d'intérêts découleraient nécessairement du cumul de plusieurs de ces fonctions. L'indépendance du département de gestion de portefeuilles des banques et des organismes qui leur sont liés pourrait en effet être assurée par des règles strictes de gestion, de publicité et de contrôle.

Le fait que dans certains marchés, parmi les plus développés, une spécialisation se soit instaurée entre l'exercice des diverses activités énumérées plus haut, ne signifie pas nécessairement qu'elle serait la plus adaptée aux conditions des marchés actuels d'Europe continentale, caractérisés par une étroitesse manifeste. Il pourrait en être tout autrement pour l'avenir dans un marché européen intégré.

En définitive, l'éventualité de conflits d'intérêts devrait être pesée avec la prudence nécessaire et mise en regard de l'apport qui pourrait résulter d'une plus large participation des banques au marché. Seule, une étude approfondie, portant sur tous les avantages et inconvénients qui ont pu être constatés en pratique, permettrait de déterminer le caractère et les limites d'une harmonisation — qui apparaît inévitable — entre les régimes applicables aujourd'hui à l'activité des banques sur les marchés des actions dans les divers Etats membres.

C. LES INCITATIONS FISCALES AUX PLACEMENTS EN ACTIONS

A) LES MESURES D'ALLÈGEMENT DE LA FISCALITÉ DES DIVIDENDES

17. Il semble probable que des considérations de rendement aient pu, dans une certaine mesure, contribuer à déprimer l'offre de capitaux disposés à s'investir en actions. C'est pourquoi, certains Etats membres ont pris des mesures visant à accroître l'attrait de ce mode de placement de l'épargne.

Tout au long de la période 1960-1964, même en présence de baisses sensibles des cours, les rendements moyens des actions sont restés faibles dans la plupart des pays de la CEE. Ils ont souvent été inférieurs à ceux des valeurs américaines ou britanniques, sans mentionner ceux des placements à revenu fixe, qui se situent évidemment dans une catégorie tout à fait différente. Cette faiblesse des rendements n'est pas sans rapport avec la tendance des porteurs d'actions à s'intéresser davantage aux perspectives de plus-values qu'aux dividendes offerts par les sociétés européennes : il est probable, d'autre part, qu'elle ait néanmoins détourné du placement en actions des investisseurs potentiels qui attachent de l'importance à l'obtention d'un revenu régulier.

La tendance des investisseurs à compter sur des gains en capital plutôt que sur le rendement s'est d'ailleurs souvent trouvée renforcée par une fiscalité frappant les revenus distribués de façon plus sévère que les plus-values.

C'est pourquoi, certains Etats membres, ayant pris conscience de cet ensemble de facteurs, ont cherché à alléger la charge fiscale globale frappant la distribution des bénéfiques et à augmenter ainsi les rendements pour les actionnaires. On sait que deux systèmes ont été mis en œuvre à cette fin : l'adoption, en Allemagne, d'un taux réduit pour les dividendes distribués par rapport aux bénéfiques non distribués (système du double taux), aboutissant à un allègement fiscal au niveau de la société, et l'octroi, en Belgique et en France, d'un avoir fiscal (crédit d'impôt) proportionnel aux dividendes reçus, aboutissant à un allègement au niveau de l'actionnaire.

Malgré ces différences techniques, le but visé était le même dans les deux cas, c'est-à-dire d'atténuer la « double imposition économique » dérivant du fait que les bénéfiques mis en réserve étaient frappés une seule fois par l'impôt sur les sociétés, tandis que les revenus distribués étaient frappés successivement par ce même impôt et par l'impôt sur le revenu des bénéficiaires des dividendes. Il s'agissait aussi d'atténuer dans ces mêmes pays la différence de traitement fiscal existant entre les revenus des actions et ceux des obligations.

18. On pourrait s'interroger sur l'efficacité de ces mesures, dont les résultats ne semblent pas avoir répondu aux espoirs qu'on avait fondés sur elles.

Leurs effets semblent dans une large mesure dépendre de la réaction qu'elles provoquent au moment de leur adoption ou par la suite : si les cours reflètent la hausse des revenus pouvant être obtenus par l'actionnaire, l'avantage fiscal est capitalisé au seul profit des anciens actionnaires, les actionnaires nouveaux se trouvant devant des perspectives de rendement inchangées. C'est seulement lorsque la bourse ne réagit pas à la mise en vigueur de ces mesures, qu'une hausse des rendements devient possible. Encore faut-il que les sociétés n'ajustent pas leurs politiques de distribution de façon

à réserver à leur autofinancement une partie des avantages fiscaux accordés par l'administration. Dans ce dernier cas, qui est celui le plus fréquemment observé en pratique, les modalités complexes choisies pour l'allégement fiscal aboutissent à des résultats qui ne sont pas très différents de ceux qu'aurait obtenus une simple diminution du taux de l'impôt sur les sociétés.

Dans l'ensemble, les deux systèmes cités, celui du double taux et celui du crédit d'impôt, ne diffèrent pas beaucoup dans leurs effets sur le plan interne. Il en est tout autrement pour leurs répercussions sur les possibilités d'intégration internationale des marchés des valeurs à revenu variable.

B) LES ALLÈGEMENTS DE LA FISCALITÉ DES DIVIDENDES ET LE TRAITEMENT DES ACTIONNAIRES ÉTRANGERS

19. La différence essentielle entre les deux systèmes que l'on vient de rappeler consiste dans le traitement qu'ils réservent aux actionnaires étrangers.

Le système du double taux, actuellement en vigueur en Allemagne, avantage fiscalement tous les dividendes distribués, quelle que soit la résidence des porteurs des actions. En revanche, le système du crédit d'impôt, tout au moins tel qu'il est pratiqué à l'heure actuelle, bénéficie seulement aux résidents du pays où il est adopté et est appliqué uniquement aux dividendes que ces résidents reçoivent sur des actions de sociétés nationales.

Du seul point de vue de leur efficacité, le fait de réserver les mesures d'allégement fiscal aux actionnaires résidents limite l'afflux de capitaux vers le marché des actions, que ces mesures visent précisément à stimuler. En effet, les porteurs étrangers non seulement ne retirent aucun bénéfice du système du crédit d'impôt mais, en fait, peuvent se trouver lésés dans leurs intérêts si les sociétés — comme cela semble avoir été le cas assez souvent en France — diminuent les dividendes distribués, en considérant que les actionnaires reçoivent, d'autre part, le crédit d'impôt. Pour les non-résidents, cette mesure risque donc de diminuer le rendement de ces actions et de les détourner du marché. Il est peu probable, par ailleurs, que l'incitation que recevraient les actionnaires résidents à arbitrer des titres étrangers contre des titres nationaux bénéficiant d'un rendement accru grâce à la mesure fiscale en question, puisse suffire à compenser l'effet négatif que l'on vient de mentionner.

20. L'effet de cloisonnement des marchés qui découle de l'une et de l'autre catégorie de mesures est plus grave dans le cas du crédit d'impôt, puisqu'il décourage à la fois les actionnaires étrangers et offre des avantages substantiels aux actionnaires résidents lorsqu'ils placent leurs capitaux en titres nationaux plutôt qu'étrangers. Le système du double taux a un effet de cloisonnement plus limité, dans la mesure où il incite les épargnants à donner une préférence aux titres nationaux.

21. Bien que dans certaines circonstances diverses mesures fiscales permettent d'accroître les distributions de dividendes de la part de sociétés, c'est l'amélioration de l'ensemble des conditions de rentabilité de l'entreprise qui est le mieux susceptible d'augmenter l'attrait des placements en actions pour l'épargne. En outre, pour qu'un

avantage fiscal accordé aux actionnaires puisse être apprécié, il faut qu'il soit compris et de ce point de vue les mesures les plus simples sont sans doute les plus efficaces : il semble qu'on n'ait pas toujours tenu compte de cet impératif lorsqu'on a adopté des mesures par trop indirectes en vue d'accroître le rendement des valeurs à revenu variable.

Pour empêcher que les mesures adoptées puissent contribuer à cloisonner les marchés des actions, il conviendrait, jusqu'au moment où une harmonisation entre les divers systèmes d'allégement interviendra, que soit organisée le plus rapidement possible la coexistence des deux régimes, celui du crédit d'impôt et celui du double taux, par exemple en accordant aux porteurs d'actions de sociétés nationales résidant dans d'autres pays membres un remboursement équivalent au crédit d'impôt dont bénéficient les résidents.

CONCLUSIONS

22. Une action tendant à développer l'offre de capitaux sur les marchés des valeurs à revenu variable doit porter principalement sur un accroissement de la contribution des investisseurs institutionnels.

1) Le groupe d'experts recommande donc :

En ce qui concerne les sociétés d'investissements et les fonds communs de placement :

- que soient supprimées non seulement les quelques limitations qui subsistent encore à leurs achats d'actions étrangères, mais aussi les restrictions qui s'opposent à la diffusion auprès des épargnants d'autres pays membres des actions et parts émises par ces organismes;
- que soient rapprochées les règles de gestion, de publicité et de contrôle les concernant, de façon à écarter notamment toute possibilité d'équivoque quant à la nature des revenus distribués et des conditions de négociation de leurs actions ou parts;
- que soit réalisée une transparence fiscale totale, sur le plan interne comme sur le plan international, de manière à éviter que les revenus transitant par ces organismes ne soient pénalisés.

En ce qui concerne les organismes d'assurance et de prévoyance, et notamment les compagnies d'assurance vie :

- que soient reconsidérées les règles qui ont jusqu'ici fait obstacle à une plus large intervention de ces organismes sur les marchés des valeurs à revenu variable, pour des motifs liés à la protection de l'épargnant;
- que les compagnies d'assurance vie soient autorisées à offrir des contrats liés à des placements en actions ou en parts de fonds communs, à côté des formules actuelles fondées principalement sur des placements à revenu fixe;
- que, dans l'immédiat, ne soit plus opérée de distinction entre placements en valeurs nationales et placements en valeurs étrangères cotées dans une bourse du pays où est établi l'organisme en question.

En ce qui concerne les réseaux des caisses d'épargne :

— que l'on permette, suivant la recommandation déjà évoquée au chapitre 9, aux caisses d'épargne locales d'utiliser un pourcentage modeste de leurs ressources pour opérer des placements dans d'autres pays membres, de même nature que ceux qui leur sont permis sur le plan interne. Cet assouplissement de leur réglementation bénéficierait donc également à leurs placements en actions. Une marge de liberté plus grande pourrait d'ores et déjà être accordée aux organismes centraux et aux caisses d'épargne à structure centralisée;

— que d'autre part soit donnée aux caisses d'épargne la possibilité d'employer une partie de leurs fonds propres en actions nationales ou d'autres pays membres, à l'instar des principes appliqués aux Pays-Bas;

— enfin, que l'on généralise la faculté, déjà donnée aux caisses d'épargne dans certains pays membres, de constituer des fonds de placement et de faciliter les placements en actions de leur clientèle.

2) Les activités que peuvent exercer les banques sur le marché des actions sont soumises dans les divers Etats membres à des législations et réglementations s'inspirant de principes parfois radicalement divergents. Le groupe apprécie pleinement l'apport que ces institutions peuvent donner à l'élargissement des marchés financiers et à l'approvisionnement des entreprises en capitaux à risques, tout particulièrement dans la perspective d'un marché européen. Toutefois, la possibilité que leur intervention dans ce domaine donne lieu à des conflits d'intérêts doit aussi être prise en considération. Il n'est donc pas possible, sans une étude approfondie, de dégager des conclusions sur l'opportunité d'étendre ou de réduire la faculté des banques de détenir des participations et des portefeuilles-actions.

3) Il est possible que les faibles rendements des actions aient pu détourner des marchés de la Communauté, certains investisseurs potentiels : les incitations fiscales adoptées dans trois des Etats membres afin d'améliorer ces rendements pour le porteur d'actions peuvent donc avoir, en principe, des effets favorables pour l'alimentation des marchés d'actions. Toutefois, le fait de réserver ces allègements fiscaux aux résidents porteurs d'actions nationales constitue une cause de cloisonnement des marchés et réduit, en définitive, l'efficacité de ces mesures. Le groupe souhaite donc que ces inconvénients puissent être éliminés, en accordant aux actionnaires résidant dans d'autres pays membres des avantages équivalents au crédit d'impôt dont bénéficient les résidents.

II. Les émissions de valeurs à revenu variable

23. Les problèmes des marchés des actions dans les pays membres ne sont pas liés uniquement à l'insuffisance des capitaux disponibles pour les placements à risques. L'offre de titres de la part des entreprises ne semble pas non plus s'adapter toujours avec la souplesse voulue aux caractéristiques de la demande des épargnants.

Malgré l'insuffisance relative de leurs fonds propres, les entreprises de la Communauté ne se sont pas toujours efforcées de recourir au placement de nouvelles émissions d'actions sur le marché dans la mesure qui eût été nécessaire pour rétablir une structure financière saine (voir chapitre 2, section II et tableau n° 11).

L'absence de cotation en bourse de titres de sociétés qui, compte tenu de leur importance, auraient sûrement dans d'autres pays été rendus accessibles au public, prive les marchés européens de moyens qui leur permettraient de capter l'intérêt du public. Les explications de ce phénomène sont complexes et les principales doivent être rappelées sommairement.

Lorsque le contrôle de l'entreprise appartient à un groupe familial, la réticence à l'égard de la cotation en bourse et de l'appel au public est souvent due au désir des actionnaires majoritaires de ne pas s'exposer au risque de la perte du contrôle et à la volonté des dirigeants d'assurer la stabilité de la gestion.

Sur un tout autre plan se situe l'abstention des sociétés déjà cotées à l'égard du recours à des augmentations de capital, lorsque les conditions défavorables du marché entraînent une sous-évaluation des nouvelles actions offertes en souscription et donc une « dilution » de la participation des anciens actionnaires : une telle situation s'est souvent présentée dans les années récentes.

La préférence donnée au financement par capitaux d'emprunt plutôt que par l'émission d'actions peut également être expliquée par le fait que la charge des capitaux d'emprunt peut apparaître moins lourde en raison des régimes fiscaux en vigueur et des tendances constatées dans le passé à une dépréciation graduelle de la monnaie.

En dernier lieu, on peut se demander, compte tenu de la concurrence qui doit être soutenue avec les autres modes de placement, parfois fiscalement avantageux, si les techniques de placement mises en œuvre dans les pays membres sont adaptées aux circonstances actuelles, qui exigent un effort toujours croissant d'appel à l'épargne du public.

Afin de remédier à ces problèmes, le groupe d'experts propose diverses solutions qui sont présentées ci-après sous quatre rubriques :

- le recours aux actions privilégiées, à droit de vote limité, et aux actions à vote plural;
- l'émission d'obligations convertibles;
- l'aménagement des contrôles sur les émissions et des régimes fiscaux frappant les répartitions de bénéfices;
- l'amélioration des réseaux de distribution des nouvelles émissions.

A. LES ACTIONS PRIVILÉGIÉES ET LES ACTIONS À VOTE PLURAL

24. La réticence des groupes dirigeants des entreprises à procéder à des augmentations de capital, par crainte de s'exposer à une perte de contrôle et de ne pouvoir assurer la continuité de la gestion, pourrait dans une certaine mesure être surmontée par l'élargissement de la gamme des titres offerts, en y incluant, en plus des actions ordinaires, des actions privilégiées avec un droit de vote limité ou des actions à vote plural. L'appel au marché des capitaux par l'émission de tels titres permettrait l'in-

roduction des valeurs d'importantes entreprises, à caractère familial, aux négociations sur le marché; il pourrait être envisagé favorablement, dans la mesure où une relation équitable serait maintenue entre les droits et les obligations des diverses catégories de porteurs de titres, et en particulier dans la mesure où en contrepartie de la limitation de certains droits de vote, les porteurs de ces titres recevraient des avantages réels sur le plan financier.

25. Les actions privilégiées, jouissant d'une priorité dans la distribution des bénéfices ou du produit de la liquidation éventuelle de la société, mais dépourvues par ailleurs, en partie ou totalement, du droit de vote, sont connues dans la plupart des pays membres et des pays tiers, bien que des différences assez grandes existent entre les régimes applicables à ces titres. Ces actions privilégiées répondent bien entendu aux préoccupations déjà mentionnées des groupes dirigeants des entreprises. Mais elles sont aussi susceptibles d'intéresser des actionnaires dont l'influence sur la gestion et le développement de la société est en tout état de cause négligeable et qui peuvent apprécier davantage la stabilité dans les distributions affectées à ce type d'actions, que la jouissance d'un droit de vote. Parmi de tels actionnaires, on peut compter les investisseurs institutionnels dont la participation à une société donnée est de toute façon limitée à un faible pourcentage du capital de celle-ci.

Du point de vue du développement d'un marché européen des capitaux, certains problèmes pourraient surgir du fait que l'attitude des pouvoirs publics à l'égard de ces formules n'est pas la même dans tous les Etats membres.

C'est ainsi, par exemple, que leur développement a été préconisé par le comité lorrain en France, et plus récemment dans le projet italien de réforme de la législation sur les sociétés par actions — qui prévoit spécifiquement une catégorie d'« actions d'épargne » jouissant de privilèges rigoureusement définis — alors qu'en Belgique les autorités de tutelle semblent être hostiles à toute limitation du droit de vote des actionnaires.

Un rapprochement de ces diverses attitudes apparaît nécessaire, de façon à éviter des disparités dans les possibilités ouvertes aux entreprises de la Communauté de faire appel à l'épargne du public dans des conditions attrayantes. Une base commune pourrait être trouvée dans la définition des privilèges qui devraient être consentis pour l'avenir aux actions nouvellement émises en contrepartie de la privation du droit de vote, qui pourrait d'ailleurs être limitée aux seules décisions concernant la gestion courante de l'entreprise.

26. L'octroi d'un droit de vote plural, qui a également pour conséquence d'introduire une distinction entre deux catégories d'actionnaires, sans que nécessairement cette différence de droits soit accompagnée par des avantages compensatoires, apparaît plus discutable.

Sans vouloir aborder les multiples aspects de ce problème, on peut estimer que les actions à vote plural peuvent aussi faciliter le recours de certaines sociétés au marché des capitaux à risques, les groupes dirigeants se sentant protégés dans leur contrôle de la société. Cependant, afin d'éviter tout abus, l'usage du droit de vote plural devrait être strictement limité. Si les Etats s'orientaient vers la reconnaissance de cette

catégorie d'actions, à laquelle les législations de certains d'entre eux sont nettement hostiles à l'heure actuelle, peut-être pourrait-on s'inspirer des dispositions actuellement en vigueur en France, où le droit de vote est mis en rapport avec le temps pendant lequel une action donnée a été détenue dans un même portefeuille. La pluralité du droit de vote apparaît alors, non pas comme un privilège arbitraire, mais comme une récompense de l'attachement de l'épargnant à une entreprise.

B. LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES ⁽¹⁾

27. L'obligation convertible confère à son porteur le droit de convertir le titre en un certain nombre d'actions après un laps de temps déterminé, pendant un certain délai et à des conditions définies lors de l'émission.

Par rapport à une émission ordinaire d'actions, l'émission d'obligations convertibles a l'avantage de permettre à la société de réunir des ressources même en période de faiblesse relative des cours, de déduire du revenu imposable les intérêts payés jusqu'au moment de la conversion et de différer une augmentation de capital jusqu'à une période où elle ne pèsera pas sur les cours. Elle permet surtout de fixer, en établissant les modalités de conversion, la prime d'émission des titres à un montant plus élevé qu'il n'aurait été normalement possible avec une augmentation ordinaire de capital. Par rapport à l'obligation « classique », l'obligation convertible a l'avantage de permettre à la société de servir un taux d'intérêt généralement plus faible.

Cette formule permet, d'autre part, d'attirer un public d'épargnants qui cherchent à la fois à obtenir une rémunération satisfaisante et à être associés au progrès de l'entreprise. L'obligation convertible permet en effet à son porteur, pendant la période qui sépare l'émission du terme de la période de conversion, de bénéficier de possibilités de plus-values de l'action et de se protéger contre une baisse éventuelle du cours de celle-ci, l'obligation convertible devenant alors, en pratique, une obligation ordinaire dont le cours s'établit en fonction du seul rendement. Un tel placement présente donc des risques limités et paraît susceptible de séduire particulièrement les investisseurs dans une période d'incertitude quant à l'évolution du marché des actions; pour des raisons analogues, l'obligation convertibles constitue aussi un instrument précieux lorsqu'il s'agit d'intéresser les investisseurs à des placements sur des marchés étrangers qu'ils peuvent hésiter à approcher en raison de leur manque de connaissances des actions en circulation sur ces marchés.

Un autre point important à souligner du point de vue de l'intégration des marchés est que, dans la mesure où la réglementation des placements des investisseurs institutionnels en valeurs étrangères est généralement plus restrictive pour les actions que pour les obligations et dans la mesure où les obligations convertibles sont assimilées à ces dernières, elles peuvent plus aisément être placées auprès d'investisseurs institutionnels étrangers.

(¹) Il n'a pas été jugé nécessaire de discuter ici des diverses variantes possibles de cette formule (obligations avec warrants détachables, obligations échangeables, etc.) qui ne posent pas de problèmes très différents quant à leurs possibilités de développement dans le cadre d'un marché européen des capitaux.

Tant auprès des particuliers que des institutions, il existe donc pour ces titres un marché plus large que pour les actions : ce fait a été attesté par la faveur dont ont bénéficié les récentes émissions d'obligations convertibles dans les Etats membres et celles des sociétés américaines sur le marché des euro-émissions.

Le groupe d'experts estime que le développement de cette formule, qui se heurte actuellement, dans certains pays, à des obstacles d'ordre juridique (limitation dans le temps du droit de conversion, absence de la possibilité de distinguer entre « capital autorisé » et « capital émis ») favoriserait à la fois l'élargissement et l'intégration des marchés européens. De même que dans le cas des actions privilégiées et à vote plural, il serait nécessaire qu'une harmonisation intervienne dans les régimes juridiques de cette formule et l'attitude des pouvoirs publics à leur égard, pour éviter qu'elle ne se développe particulièrement dans certains Etats membres et qu'elle n'aboutisse à des disparités de concurrence et à des distorsions dans les mouvements de capitaux à l'intérieur de la Communauté.

C. LES CONTRÔLES SUR LES ÉMISSIONS ET LES RÉGIMES FISCAUX FRAPPANT LES RÉPARTITIONS DE BÉNÉFICES

28. Bien que les émissions d'actions, comme les émissions d'obligations, soient soumises dans la plupart des cas à un contrôle ou à un examen préalable, elles ne rencontrent pas, à la différence de celles-ci, de véritables restrictions. On rappellera seulement que sont soumises à un contrôle préalable en Belgique et au Luxembourg toutes les émissions de valeurs à revenu variable, en France les appels de fonds supérieurs à 1 million de francs, en Italie les opérations dépassant 500 millions de lires, aux Pays-Bas celles qui dépassent 10 millions de florins et en Allemagne les émissions d'obligations convertibles et d'actions à vote plural. Le fait que ces limites diffèrent et que les autorités compétentes diffèrent également de pays à pays, ne semble pas susceptible de créer des obstacles à l'intégration des marchés au sein de la Communauté.

Il convient, en revanche, d'examiner le problème d'un autre point de vue qui n'apparaît pas moins important. On a souvent soutenu que dans certains pays les pouvoirs publics, par l'octroi de subventions d'intérêts, de financements à taux de faveur et par la mise à la disposition des entreprises, sous diverses formes, de capitaux d'emprunt, avaient encouragé un recours excessif de celles-ci à l'endettement. Il est donc légitime de se demander si ces mêmes pouvoirs publics ne pourraient se servir de l'emprise souvent très forte qu'ils ont sur le financement des entreprises par des capitaux d'emprunt, pour agir dans le sens d'une amélioration de la structure financière de celles-ci. Comme cela se produit déjà, notamment en Italie, les pouvoirs publics pourraient subordonner leur accord à l'emprunt à la condition que l'entreprise procède à une augmentation de capital, de nature à maintenir son équilibre financier qui risquerait autrement d'être altéré par un recours excessif à l'endettement.

29. L'émission d'actions pourrait être encouragée efficacement par des mesures d'ordre fiscal; on constate, en effet, que l'imposition des émissions de valeurs à revenu variable, ainsi que des distributions de dividendes aux nouvelles actions alourdit le coût du recours au marché au point de décourager certaines entreprises de procéder à des augmentations de capital.

Le problème des impôts indirects sera traité au chapitre 14, point 46, et le problème des impôts directs frappant les bénéficiaires distribués a déjà été évoqué aux points 17 à 21 ci-dessus : quelques réserves ont été avancées à cette occasion à l'égard des avantages consentis aux actionnaires sous forme d'allègements fiscaux en faveur des bénéficiaires distribués. Néanmoins, de tels avantages sont de nature à faciliter indirectement l'émission d'actions nouvelles, puisque la charge des dividendes à servir est réduite par les allègements fiscaux en question.

30. Certains encouragements plus directs et probablement plus efficaces aux émissions d'actions nouvelles pourraient cependant aussi être pris en considération. On sait que l'offre d'un rendement net donné aux souscripteurs de leurs titres comporte souvent pour les sociétés, dans le cas où elles se procurent des capitaux par l'émission d'actions, un coût double de celui que comporterait le recours au crédit ou à l'émission d'obligations. Il conviendrait donc de permettre aux entreprises de déduire du bénéfice imposable à l'impôt sur les sociétés, pendant une période donnée, les dividendes servis sur les actions nouvellement émises : ceux-ci seraient donc traités de façon comparable aux intérêts payés à des porteurs d'obligations.

Une telle disposition introduite en 1957 en France, pour un nombre limité d'années, est restée en vigueur jusqu'à la fin de 1965. Le groupe d'experts considère que des mesures temporaires analogues pourraient être adoptées dans d'autres pays membres et contribuer utilement à rétablir un équilibre dans les modes de financement des sociétés dont les préférences vont trop souvent, pour des raisons fiscales, aux capitaux d'emprunt.

31. Il a été suggéré aussi que la pratique de la distribution de dividendes-actions au lieu — ou mieux encore en supplément — de dividendes en espèces, était de nature à réaliser un compromis acceptable entre l'exigence des sociétés d'accroître leurs capitaux propres et le désir des actionnaires d'être rémunérés sous une forme tangible et facilement mobilisable. Cette pratique est largement répandue, pour certaines sociétés de façon régulière, pour d'autres de façon intermittente, auprès notamment des sociétés néerlandaises et des sociétés américaines.

Cette pratique présente des avantages certains, en particulier dans les circonstances actuelles caractérisées par l'étroitesse des marges bénéficiaires et la difficulté de placer de nouvelles émissions d'actions. Toutefois, les différences de traitement fiscal des dividendes-actions soulèvent certains problèmes. Ceux-ci sont, en effet, considérés tantôt comme des répartitions de dividendes ordinaires, tantôt comme de véritables augmentations de capital, non soumises à l'impôt sur le revenu auprès des bénéficiaires, il en résulte parfois une double imposition internationale. La solution de ce problème fiscal par la voie d'une harmonisation ne devrait pas présenter de difficultés majeures.

D. LES RÉSEAUX DE DISTRIBUTION DES NOUVELLES ÉMISSIONS ⁽¹⁾ ET L'APPROVISIONNEMENT DES MOYENNES ENTREPRISES EN CAPITAUX À RISQUES

32. Il n'est pas impossible que les difficultés et le coût du placement de nouvelles émissions d'actions dans le public aient pu contribuer dans certains cas à limiter la fréquence et les dimensions de telles opérations. En effet, les techniques de distribution des nouvelles émissions sont moins développées sur les marchés des pays membres que sur des marchés tiers, où des institutions spécialisées dans la prise ferme et le placement de titres offrent aux sociétés toute une gamme de moyens souples et adaptés aux situations les plus diverses. La technique même de la prise ferme des augmentations de capital des sociétés est relativement peu employée en Europe continentale : on peut être tenté d'expliquer ce fait par l'étroitesse des marchés européens et leur faible capacité d'absorber des volumes importants de titres sans aboutir à des fluctuations de cours trop sensibles. Une opération de prise ferme présente dans de telles circonstances un risque relativement élevé, que les institutions financières peuvent hésiter à prendre, surtout si leurs statuts leur interdisent de prendre en portefeuille en cas de besoin les titres non encore placés et d'en assurer une diffusion progressive dans le public. Aussi, quelle que soit la solution choisie par les Etats membres pour le statut des établissements bancaires mixtes ou spécialisés, il serait souhaitable que les réglementations concernant la détention des titres permettent à ces institutions d'assurer la fonction de placement des émissions d'actions dans des conditions de souplesse suffisante.

L'existence d'intermédiaires spécialisés dans la prise ferme des nouvelles émissions d'actions et dans la redistribution des titres suppose un volume important d'émissions et surtout un apport substantiel des investisseurs institutionnels : ces conditions ne sont réunies dans pratiquement aucun des marchés des Etats membres, considérés isolément, et par conséquent, l'activité d'émission continue à revêtir un caractère subsidiaire par rapport aux autres activités des institutions de crédit. La création actuellement en cours de consortiums de banques appartenant à différents pays, consortiums qui sont destinés à jouer sur le marché européen le rôle que jouent les « merchant banks » et les « investment banks » sur les marchés britannique et américain, démontre une fois de plus que beaucoup des défauts de fonctionnement et des insuffisances institutionnelles constatés sur les marchés européens ne pourront être résolus que par leur intégration progressive.

33. Le problème de l'approvisionnement des moyennes entreprises en capitaux à risques présente certains points de contact avec celui que l'on vient d'évoquer : sa solution ne peut toutefois être recherchée que selon des voies assez différentes. En effet, il ne s'agit pas, comme dans le cas précédent, d'arriver à placer dans le public d'importantes émissions nouvelles sans perturber le marché et à un coût aussi réduit que possible. Il s'agit plutôt de fournir à des entreprises qui ne sont pas encore en mesure de s'adresser directement au marché, des capitaux à risques leur permettant d'équilibrer leur structure financière et de développer leurs activités jusqu'au moment où un accès plus direct au public deviendra possible. Cette exigence s'est manifestée

⁽¹⁾ Les aspects de ce problème concernant la distribution par l'intermédiaire des mécanismes boursiers sont traités au chapitre 11, points 44 et 48.

tout particulièrement dans les pays où l'activité des banques d'affaires, auxquelles incombe traditionnellement cette tâche, n'a pu, pour diverses raisons, se développer normalement.

La recherche d'une solution à ce problème, dont l'existence est reconnue depuis longtemps, n'a abouti à des réalisations sur le plan institutionnel dans les pays de la Communauté que depuis relativement peu de temps. Ces solutions ont consisté tantôt à confier cette tâche à des institutions du secteur public spécialement constituées à cet effet, tantôt en des initiatives spontanées d'institutions bancaires appartenant au secteur privé.

Il a aussi été suggéré qu'une « société européenne de développement » pourrait contribuer utilement à la solution de ce problème, notamment dans ses aspects qui intéressent plus directement l'intégration européenne, en prenant des participations dans des entreprises, en facilitant leur expansion et leur regroupement et en mobilisant les participations sur le marché dès que possible, de façon à donner un maximum d'efficacité à la gestion des fonds dont cette société pourrait être dotée.

Les expériences réalisées dans ce domaine sont trop récentes pour qu'il apparaisse possible au groupe d'experts d'exprimer dès maintenant un avis sur la contribution que de telles formules pourraient apporter à un développement équilibré du marché européen des capitaux.

CONCLUSIONS

34. Les émissions de titres de la part des entreprises ne semblent pas s'être adaptées toujours aux caractéristiques de la demande des épargnants dans le choix des formules d'appel au marché et des techniques de placement. Plusieurs facteurs expliquent la préférence donnée au recours à l'emprunt plutôt qu'à des augmentations de capital. Aussi les remèdes possibles se situent-ils dans divers domaines.

1) L'élargissement de la gamme des titres offerts, par un plus large recours à des actions privilégiées à droit de vote limité et, sous certaines conditions, à des actions à vote plural, permettrait de surmonter la réticence des groupes dirigeants des entreprises soucieux d'assurer la continuité de la gestion. Le recours à ces types de titres exige toutefois un maintien strict de l'équilibre entre les modifications introduites au droit de vote et les avantages ou conditions qu'elles impliquent pour l'actionnaire. Une harmonisation à l'échelle de la Communauté serait aussi souhaitable.

2) Les obligations convertibles permettent aux entreprises d'avoir recours au marché dans des conditions plus avantageuses que par des émissions d'actions ordinaires, notamment en période de mauvaise conjoncture boursière. Ces obligations permettent, d'autre part, au porteur de bénéficier des possibilités de réévaluation de l'action, tout en le protégeant contre une baisse éventuelle et en lui assurant un rendement satisfaisant. Elles constituent un instrument de choix pour une première approche des marchés étrangers et permettent en outre d'intéresser des investisseurs institutionnels auxquels sont interdits les placements en actions étrangères.

3) Les pouvoirs publics devraient, dans l'intérêt de la protection de l'épargne et en se fondant sur des critères objectifs, veiller à ce que les entreprises ne s'engagent

pas trop dans des emprunts lorsque leur structure financière demanderait une augmentation des capitaux propres.

4) Si on permettait aux entreprises de déduire du bénéfice soumis à l'impôt sur les sociétés, pendant une période donnée, les dividendes servis sur les actions nouvellement émises, ceux-ci seraient traités de façon comparable aux intérêts payés sur les obligations et le recours aux capitaux à risques serait moins désavantagé qu'actuellement. La distribution de dividendes-actions en plus de dividendes en espèces constituerait, d'autre part, un compromis acceptable entre l'exigence des sociétés d'accroître leurs capitaux propres et le désir des actionnaires d'être rémunérés sous une forme tangible et facilement mobilisable : il conviendrait toutefois que le régime fiscal de ces distributions soit harmonisé de façon à éviter toute double imposition.

5) L'amélioration des réseaux de distribution des nouvelles émissions pourrait jouer un rôle important en réduisant la difficulté et le coût de telles opérations. Toutefois, des intermédiaires spécialisés ne pourraient exister que si les dimensions du marché le permettaient et s'ils pouvaient compter sur un apport substantiel des investisseurs institutionnels. Ces conditions pourront plus facilement être réalisées dans le cadre d'un marché financier intégré.

LES CONDITIONS DE FONCTIONNEMENT D'UN MARCHÉ EUROPÉEN
DES VALEURS MOBILIÈRES : L'INFORMATION DU PUBLIC,
LA NÉGOCIATION ET LA CIRCULATION DES TITRES

Introduction

1. On vient d'examiner dans les deux chapitres précédents certains problèmes structurels des marchés nationaux de valeurs mobilières et diverses solutions qui auraient pour conséquence de lever les principaux obstacles à leur intégration. La mise en œuvre de telles mesures constitue une condition nécessaire, mais non suffisante du développement d'un véritable marché européen. Deux séries de conditions supplémentaires doivent être satisfaites à cette fin.

Il convient tout d'abord d'élargir suffisamment l'horizon des participants aux divers marchés nationaux actuels et de mettre à leur disposition des informations suffisantes et aussi homogènes que possible sur les valeurs mobilières négociées sur d'autres marchés.

Il convient, d'autre part, d'assurer des conditions de circulation et de négociation pour toutes les valeurs européennes telles que les investisseurs puissent aussi facilement s'intéresser aux valeurs des autres Etats membres qu'aux valeurs nationales, et que ces opérations ne soient pas désavantagées dans leur coût. On examinera successivement ces deux séries de problèmes.

I. L'information du public

*A. LE RÔLE DE L'INFORMATION DANS LE DÉVELOPPEMENT
DES MARCHÉS DE VALEURS MOBILIÈRES*

2. L'amélioration de l'information du public sur les valeurs mobilières et sa familiarisation avec les mécanismes boursiers apparaissent dans les divers pays membres comme un facteur essentiel du développement des marchés. Ces problèmes se présentent sous un jour nouveau et avec une acuité accrue dès lors qu'on les examine dans la perspective du développement d'un marché financier européen.

*A) L'AMÉLIORATION DE L'INFORMATION ET LE DÉVELOPPEMENT DES MARCHÉS
NATIONAUX*

3. Le problème de l'information du public à l'égard des valeurs mobilières a été le plus souvent considéré dans les Etats membres sous l'angle de la protection de l'épargne. L'importance de cette information pour le développement de l'offre de capitaux sur le marché des valeurs semble, par contre, avoir été négligée.

En premier lieu, faute de disposer d'informations suffisantes sur l'activité des sociétés et sur leurs perspectives d'évolution, certains investisseurs adoptent une attitude

de réserve à l'égard des marchés des actions; par contre, l'information extensive disponible sur les grandes valeurs internationales explique, entre autres raisons, la faveur dont elles jouissent auprès des investisseurs.

Les lacunes en matière d'information ont, d'autre part, pour conséquence que le public a tendance à donner davantage d'importance aux facteurs d'ordre politique ou fiscal qu'aux données fondamentales de l'évolution des sociétés : ceci explique le caractère souvent spéculatif des marchés européens et l'attitude peu sélective du public à l'égard des diverses valeurs.

4. De nombreuses couches d'investisseurs potentiels peuvent ainsi être découragés de procéder à des placements en actions. On sait, en plus, que les modifications intervenues dans la répartition du revenu national en faveur des salariés ont eu pour conséquence de diminuer les possibilités d'épargne de catégories sociales ayant l'habitude de ces placements, et d'augmenter par contre celles de catégories peu familiarisées avec les placements boursiers.

Bien qu'on ait vu au cours des dernières années se développer une publicité en faveur de diverses formes de placement, à l'initiative notamment des institutions financières, il est frappant de constater que l'essentiel de cette publicité vise les dépôts d'épargne ou à terme, les contrats d'assurance vie ou d'épargne-construction, la souscription de valeurs à revenu fixe, alors que la publicité en faveur du placement en actions est relativement peu développée; dans certains pays elle apparaît même freinée par des dispositions légales ou administratives, même au-delà de ce qui est nécessaire pour la protection de l'épargnant. Sans doute, la publicité en faveur de certaines institutions aboutit-elle à drainer des fonds vers ce marché : il n'en reste pas moins cependant qu'une publicité d'éducation, qui éviterait certains excès de la sollicitation, pourrait aider à élargir le nombre des investisseurs en actions, qui représente encore dans les Etats membres une proportion de la population nettement inférieure à celle constatée notamment aux Etats-Unis et en Grande-Bretagne.

5. L'insuffisance des informations permettant d'évaluer les mérites comparatifs des divers types de placement, notamment du point de vue de leur rendement et de leur sécurité, a pour effet que les épargnants restent attachés aux formes de placements les plus simples — les dépôts à vue et les dépôts d'épargne — faute de pouvoir apprécier les avantages offerts par d'autres formes de placements, surtout en valeurs mobilières.

En conclusion, les préoccupations économiques et financières visant à faciliter l'approvisionnement en capitaux des entreprises rejoignent, tout en ne se confondant pas avec elles, les préoccupations de protection de l'épargne et appellent un développement de l'information du public. Plusieurs études officielles consacrées au problème du financement des investissements préconisent, en effet, comme mesure primordiale pour une amélioration de l'offre de capitaux à risques, une meilleure information du public : tel est le cas notamment du rapport du comité chargé par le gouvernement français d'étudier le problème du financement des investissements (comité lorrain, mai 1963) et du rapport de la commission gouvernementale créée en Belgique pour l'étude du problème du financement de l'expansion économique (commission De Voghel, mars 1962).

B) L'AMÉLIORATION DE L'INFORMATION ET L'INTÉGRATION DES MARCHÉS

6. Les problèmes que l'on vient d'évoquer se trouvent multipliés lorsqu'il s'agit de placements en valeurs mobilières sur des marchés étrangers. La difficulté d'apprécier l'évolution de la situation politique, économique et financière d'un autre pays, les caractéristiques structurelles et le développement conjoncturel des divers secteurs industriels, et enfin, l'évolution d'un marché boursier dont les techniques et les réactions sont peu familières à l'épargnant, constitue déjà un obstacle non négligeable.

Pour les placements en actions étrangères, l'investisseur rencontre en plus le problème de l'interprétation des données publiées par les sociétés. Toute comparaison est rendue malaisée par la qualité variable de pays à pays de ces données, et par les différences existant dans les réglementations et les pratiques légales, fiscales et administratives. Au stade actuel d'ailleurs, ces difficultés ne peuvent pas être complètement surmontées.

Pour les placements en obligations étrangères, le manque d'homogénéité dans les conditions dont sont assortis les titres et la difficulté — qu'on examinera plus loin — de comparer les rendements réels des obligations de pays à pays, constituent l'obstacle principal pour des investisseurs non professionnels : le fait que les achats d'obligations étrangères ne se soient pas davantage développés, en dépit des différences notables de rendement qui sont apparues en certaines circonstances entre les divers marchés, paraît devoir être expliqué entre autres par l'information insuffisante du public.

Quant aux investisseurs institutionnels, qui disposent, quant à eux, d'une meilleure connaissance des marchés étrangers, leurs possibilités de placement sont souvent freinées par des réglementations visant à la protection de l'épargnant. Or, l'assouplissement de ces réglementations serait sans doute facilité par une réduction des lacunes existant dans l'information au sujet des dispositions et pratiques en vigueur sur les divers marchés.

7. Une meilleure information serait disponible à la fois pour les particuliers et les investisseurs institutionnels si les banques, agents de change ou organismes-conseils élaboraient des informations de base pour les mettre ensuite à la disposition des investisseurs sous une forme claire et aisément accessible. Diverses initiatives dans ce sens se sont déjà manifestées : certains groupes d'institutions financières, ayant créé en commun des services d'étude pour orienter leurs politiques d'investissement et celles des organismes de placement qui leur sont liés, ont mis les renseignements ainsi collectés à la disposition de leur clientèle. Il s'est créé, d'autre part, des sociétés d'analyse financière dont l'objet est précisément de diffuser parmi leurs abonnés des informations présentées sous une forme comparative et relatives aux valeurs de divers pays. Trop souvent, malgré ces efforts méritoires, la qualité des informations publiées reste sérieusement marquée par l'insuffisance des données de base fournies par les sociétés.

Contrairement aux pratiques en vigueur dans d'autres pays et notamment aux Etats-Unis, les informations disponibles dans les pays membres sur la plupart des sociétés restent encore embryonnaires : mais, curieusement, la publication régulière de données dont sont normalement privés les actionnaires européens a été consentie par

certaines sociétés au moment où elles ont voulu faire appel au marché financier américain ou britannique. D'autre part, le fait que des informations concernant les sociétés américaines aient été largement diffusées en Europe par des courtiers et des organismes-conseils a eu comme résultat que le public a pu souvent acquérir une meilleure connaissance de ces sociétés que de celles qui sont établies dans son propre pays : ces dernières ont donc été stimulées à faire preuve d'une attitude moins réservée dans la publication de leurs résultats.

En conclusion, un développement satisfaisant de l'information suppose avant tout une prise de conscience de sa nécessité de la part des émetteurs de valeurs mobilières, appuyés par une action de la part des autorités de tutelle des marchés financiers. Le groupe d'experts s'est efforcé de définir avec plus de précision la nature des tâches à entreprendre et d'en esquisser les limites.

C) LES TACHES À ENTREPRENDRE ET LEURS LIMITES

8. Compte tenu des autres travaux actuellement en cours au sein des services de la Commission de la CEE et plus particulièrement des travaux consacrés à l'harmonisation des législations nationales en matière de sociétés (art. 54 par. 3 g) du Traité), l'analyse ne portera pas sur :

- les règles relatives à l'établissement des bilans et des comptes de profits et pertes ni celles relatives au contrôle des comptes, aux rapports des administrateurs ou gérants et des commissaires aux comptes;
- les règles relatives à la création de valeurs mobilières, la définition des droits qui y sont attachés, les conditions de leur négociabilité, etc.

L'information des épargnants et souscripteurs envisagée ici comporte, en dehors des mesures de publicité relatives à la reddition de comptes annuelle, deux aspects distincts qui ne s'appliquent toutefois que lorsqu'il est fait appel à l'épargne publique, à savoir :

- l'information des souscripteurs à l'occasion de la diffusion dans le public de valeurs mobilières;
- l'information « continue » des associés et du public en général s'ajoutant à la publication annuelle des comptes pour les éclairer correctement quant à la gestion de leur patrimoine.

Si la législation de certains pays de la Communauté prévoit des règles de publicité spéciales en cas d'émission publique, il apparaît que, pour le moment, seule la législation française règle, du moins pour les sociétés les plus importantes ⁽¹⁾ l'information continue des associés et des tiers.

Or, s'il est vrai que l'information présente une utilité particulière au moment où il est fait appel à l'épargne publique, et surtout lors de l'émission d'actions dans le

(1) Ordonnance n. 59-247 du 4-2-1959 relative au marché financier et complétée par le décret n° 65 999 du 29-11-1965 relatif à l'information des actionnaires et du public.

public et de la cotation en bourse, elle n'est pas moins nécessaire en dehors de ces circonstances : une information continue des actionnaires et du public, qui ne devrait pas être limitée à la publication des comptes annuels, paraît indispensable pour permettre aux investisseurs, ainsi qu'aux organismes susceptibles de les conseiller, de prendre leurs décisions de placement en connaissance de cause.

Le groupe d'experts est sans doute conscient du fait que le développement de cette information permanente et approfondie peut poser certains problèmes aux sociétés dans leurs rapports avec leurs actionnaires, leurs salariés, les entreprises concurrentes et l'administration fiscale, étant donné les pratiques existant en Europe à cet égard. Il est donc nécessaire de progresser avec une certaine prudence, et sans doute indispensable d'harmoniser les exigences légales pour placer toutes les entreprises européennes sur un pied d'égalité. L'expérience américaine témoigne cependant que les sociétés n'ont pas eu à souffrir de l'extension de la publicité et, bien au contraire, qu'elles en ont tiré des avantages dans leurs possibilités de financement et dans leurs rapports avec le public en général.

Bien que l'on ait assisté à une extension de l'information « continue » au cours des dernières années, il est douteux qu'elle puisse être suffisante à moins que la publication d'informations ne revête un caractère obligatoire. Il semble dès lors, comme le montre l'exemple français, qu'une initiative législative soit nécessaire pour promouvoir une modification en profondeur des coutumes.

Compte tenu de l'importance que revêt la crainte des entreprises de voir leur position concurrentielle affectée par une information plus exhaustive si leurs concurrents ne sont pas tenus aux mêmes obligations, il importerait que celles-ci soient équivalentes dans les différents pays de la Communauté et que toute discrimination fondée sur la nationalité soit évitée.

Quant au contenu de l'information continue, les principes suivants pourraient être proposés :

- périodiquement, c'est-à-dire sur base trimestrielle ou semestrielle, le conseil d'administration devrait publier un communiqué indiquant au moins le chiffre d'affaires ainsi que le bénéfice brut réalisé, comparés aux chiffres de la période correspondante de l'exercice antérieur;
- tout élément nouveau susceptible d'avoir une répercussion importante sur la situation ou la rentabilité de l'entreprise (par exemple les programmes d'investissements, la conclusion d'accords ou de contrats importants), devrait, dans les délais les plus brefs, être porté à la connaissance du public;
- lors de la publication des comptes annuels, certaines des informations concernant la société diffusées lors des émissions devraient être reprises ou mises à jour dans le rapport du conseil d'administration.

La mise au point d'un statut de « société commerciale de type européen » actuellement en cours de discussion dans les instances communautaires devrait fournir l'occasion de réaliser des progrès en cette matière.

9. Dans le cadre de ce rapport, le groupe n'a cependant pas eu la possibilité de définir en détail les règles concernant l'information « continue » qui supposerait aussi une certaine harmonisation des règles relatives aux comptes annuels ⁽¹⁾.

Il s'est limité à l'examen des règles qui doivent régir l'information des souscripteurs en cas d'émission publique ou en cas d'admission à la cote d'une bourse des valeurs.

Etant donné que c'est lors d'une telle opération que l'information doit être la plus extensive, une partie de ces règles pourraient éventuellement constituer la base de l'établissement ultérieur de règles concernant la publicité continue.

On trouvera en annexe des propositions détaillées du groupe d'experts concernant un schéma de prospectus pour l'émission publique ou l'admission à la cote de valeurs mobilières. Ce schéma doit être considéré comme un ensemble de suggestions, illustrant les principes d'une politique d'information qui seront développés ci-dessous. Des solutions alternatives sont sans doute concevables et acceptables dans la mesure où elles permettent de donner au souscripteur des informations équivalentes.

D) PROBLÈMES POSÉS PAR L'ÉTABLISSEMENT DE NORMES COMMUNES

10. La formulation de propositions relatives à l'information des souscripteurs suppose un effort d'harmonisation des dispositions légales en vigueur ou envisagées dans les Etats membres de la Communauté et se heurte à de nombreux obstacles.

Les projets en cours manifestent certaines tendances divergentes. Pour certains pays de la Communauté, les dispositions légales en la matière font actuellement l'objet d'une révision; dans d'autres, les dispositions d'application de règles récentes ne sont pas encore connues. Ainsi, le projet français de réforme du droit des sociétés attribue à l'exécutif la mission d'arrêter par décret les règles de publicité et d'information; le projet belge de réforme du droit des sociétés anonymes propose d'abandonner le régime de la « notice légale » et de réglementer tout le domaine des émissions publiques par la législation distincte de l'arrêté royal n° 185 du 9 juillet 1935; au grand-duché du Luxembourg, un régime nouveau de contrôle de l'information et de surveillance du marché des capitaux, calqué sur le système belge, a été récemment mis en place, sans qu'apparaisse encore clairement l'orientation que prendra son application administrative.

Le champ d'application des dispositions légales relatives à l'information des souscripteurs varie sensiblement d'un pays à l'autre. Dans certains cas, elles visent uniquement les émissions de sociétés — voire de certaines formes de sociétés, par exemple les sociétés de capitaux — réalisées par appel public à l'épargne. Elles peuvent s'appliquer également aux émissions sur le territoire national émanant de sociétés étrangères. Dans d'autres cas, ces dispositions sont applicables quelles que soient la qualité de l'émetteur ou sa nationalité, sous réserve de certaines exceptions expresses.

(1) Il faut rappeler à cet égard que la fédération européenne des associations d'analystes financiers a approuvé à son congrès de Noordwijk en 1966 un schéma concernant le « Mode de présentation des comptes de sociétés satisfaisant pour l'analyse financière et homogène sur le plan européen ».

C'est ainsi qu'en Belgique, le contrôle de l'information prévu par l'arrêté royal mentionné plus haut est applicable non seulement aux émissions de sociétés belges ou étrangères, mais également à celles d'Etats étrangers ou d'organismes internationaux.

Plusieurs conceptions entièrement différentes en matière d'information se trouvent traduites dans les législations des différents pays de la Communauté. Certains Etats ne prévoient aucune mesure particulière de publicité en cas d'émission publique. Dans d'autres Etats, les éléments d'information à fournir par les sociétés en cas d'émission publique sont fixés de manière uniforme par la loi et sont dès lors nécessairement définis en fonction de critères formels. En Belgique et au grand-duché de Luxembourg, enfin, le contrôle de l'information exercé par un organisme administratif — contrôle qui en certaines matières s'ajoute à des obligations s'inspirant de l'optique précédente — conduit à une information fortement marquée, dans le cadre d'une « jurisprudence » en constante élaboration, par les caractères propres de la société ou de l'institution émettrice. Aussi, doit être rendu public ce qui, en l'espèce, est « nécessaire pour la correcte appréciation de la nature de l'affaire et des droits attachés aux titres ».

Il convient finalement de tenir compte des pratiques qui ne découlent pas de textes légaux, appuyées par l'action des organismes bancaires intervenant à l'émission, qui jouent un rôle extrêmement important en matière d'information.

B. LE CONTENU D'UNE POLITIQUE D'INFORMATION

A) PRINCIPES POUVANT ÊTRE ENVISAGÉS COMME BASE D'UNE POLITIQUE D'INFORMATION DU PUBLIC

11. Les différences existant entre les législations et les conceptions en vigueur dans les différents pays de la CEE concernant l'information des souscripteurs ne permettent pas d'envisager l'élaboration d'une législation uniforme en cette matière, mais plutôt la formulation de règles dont le champ d'application et le contenu s'imposeraient comme un minimum aux différents Etats membres, ceux-ci gardant toutefois la faculté dans les limites visées ci-après, d'imposer pour les émissions réalisées entièrement ou conjointement sur leur territoire, un champ d'application plus large et des règles et procédures complémentaires.

La législation relative à l'information des souscripteurs est fondamentalement une « législation de police » qui traditionnellement, relève du principe de la territorialité et non de celui de la nationalité. Il en résulte que c'est la législation du pays où l'émission a lieu qui est applicable et non la législation du pays dont relève l'institution ou la société dont les titres sont émis. Quels que soient les mérites que l'adoption du principe de la nationalité pourrait revêtir pour la libre circulation des capitaux, elle créerait à l'intérieur des différents Etats une discrimination jouant tantôt en faveur, tantôt en défaveur des émetteurs étrangers. Par ailleurs, le principe de la territorialité s'impose en tout état de cause pour les émissions d'institutions ou de sociétés relevant de pays autres que ceux de la Communauté et principalement de pays où l'information des souscripteurs n'est soumise à aucune règle spéciale.

Le maintien du principe de la territorialité n'empêche toutefois pas que le législateur national règle différemment les principes de l'information des souscripteurs pour les émissions de nationaux et d'étrangers, pour autant que cette différenciation ne soit pas discriminatoire à l'égard des résidents d'autres pays de la Communauté.

Par ailleurs, les principes de non-discrimination établis par le Traité, joints à l'exigence de l'égalité de traitement par une société de tous ses actionnaires, impliquent que, lorsqu'une société ou une institution fait appel à des marchés de capitaux étrangers où les règles relatives à l'information sont moins sévères que celles de sa loi nationale, les mêmes renseignements soient donnés aux souscripteurs étrangers qu'aux souscripteurs nationaux.

B) CHAMP D'APPLICATION DES NORMES COMMUNES DE PUBLICITÉ

12. Il importe de circonscrire clairement les champs d'application des règles d'information qui pourraient être dans cette optique formulées au niveau de la CEE.

Quant à la nature des titres offerts : est seul pris en considération l'appel au marché des capitaux par la mise en circulation de valeurs mobilières, c'est-à-dire :

— de titres négociables, cessibles ou remboursables, que ces titres soient nominatifs, à ordre ou au porteur;

— de titres faisant l'objet d'une émission collective et conférant des droits identiques à leur quotité dans cette masse collective; sont donc exclus, les appels de fonds à réaliser par inscription en compte ou en carnet ou qui ne présentent pas ce caractère « collectif ».

Ces valeurs mobilières doivent être représentatives :

— soit de droits d'associés dans des sociétés ou associations de droit privé ou public; parmi les parts d'associé dans les sociétés par actions, il faudrait comprendre les valeurs mobilières indirectement représentatives de telles parts ou donnant droit à la souscription de telles parts, tels les droits de souscription et les « warrants »;

— soit de droits de créances sur de telles sociétés ou associations ou sur les collectivités publiques ou sur les organismes internationaux.

Au niveau de la Communauté, le champ d'application des règles de publicité pourrait éventuellement être limité aux émissions de parts d'associé dans les sociétés par actions et aux emprunts obligataires émis par des sociétés par actions et par des collectivités, associations ou organismes publics (art. 54 par. 3 g) et art. 58 al. 2 du Traité). Les émissions d'autres valeurs mobilières relèveraient en ce cas de la seule compétence du législateur national.

Les règles relatives à l'information ne s'appliqueraient toutefois pas nécessairement aux émissions réalisées sur le territoire national de titres ou valeurs émis par l'État ou ses collectivités publiques territoriales ou jouissant de la garantie de l'État ou de ses collectivités publiques territoriales.

13. Quant au caractère public de l'émission : seuls les appels à l'épargne du public doivent être pris en considération. Les souscripteurs à une émission privée sont, en effet, présumés être en mesure d'obtenir de l'émetteur les renseignements nécessaires et de les apprécier correctement.

La notion d'appel public à l'épargne est une notion de fait qu'il importe de cerner par des critères objectifs. Serait considéré comme émission publique dans un marché, le fait que des titres créés ou à créer fassent l'objet, dans ce pays, à l'initiative de l'institution ou de la société émettrice ou d'un tiers, d'une action de diffusion dans le public ou, le fait que par leur inscription à une cote officielle ou officieuse de ce pays, ils soient susceptibles d'être diffusés dans le public.

Comme critères de l'appel au public, il pourrait être proposé de s'inspirer des critères prévus par la nouvelle loi française sur les sociétés commerciales, à savoir :

- le recours à des banques, établissements financiers ou agents de change pour le placement des titres;
- le recours, aux mêmes fins, à des procédés de publicité quelconques;
- l'inscription à la cote officielle d'une bourse des valeurs, à dater de cette inscription.

Ce dernier critère paraît libellé de manière trop restrictive, étant donné l'existence dans certains pays de cotes, régulières ou officieuses, où figurent des titres non admis à la cote officielle et qui font l'objet de transactions importantes. Une étude complémentaire de ces marchés serait nécessaire avant de se prononcer à cet égard.

Quant à la nature ou à la qualification juridique de l'opération d'émission, il y aurait lieu d'entendre par émission publique les expositions en vente, les offres en vente, les ventes publiques, les offres en souscription publique, les échanges publics et offres publiques d'échange ainsi que l'inscription à la cote d'une bourse.

C) CONTENU DES NORMES COMMUNES DE PUBLICITÉ

14. L'objectif poursuivi par une publicité d'information implique que celle-ci porte sur les éléments essentiels qui caractérisent la situation de l'institution ou de la société dont les titres font l'objet de l'émission, et sur les droits attachés aux titres émis. Ces éléments essentiels qui conditionnent la valeur du titre offert en souscription sont nécessairement individualisés et ne peuvent être correctement définis par des règles générales. Par ailleurs, la souscription de titres est, par sa nature même, axée dans une large mesure sur les perspectives d'avenir et sur l'évolution ultérieure de la situation et de la rentabilité de la société émettrice. Ces perspectives et les politiques qui les conditionnent ne peuvent généralement pas ressortir clairement des comptes sociaux portant sur les exercices passés.

Ce caractère nécessairement individuel de l'information — principalement lorsqu'il s'agit d'une émission de titres directement ou indirectement représentatifs de droits d'associés et dont la valeur dépend étroitement de la situation et de la rentabilité de

la société — doit semble-t-il exclure un système de publicité qui se contenterait de rendre obligatoire l'indication de certains éléments (bilan, extraits de statuts, encours obligataire, composition des organes de gestion et de surveillance). Un tel système, encore qu'il soit préférable à l'absence de publicité, semble mauvais dans la mesure où il peut aboutir à une information incomplète et dès lors trompeuse, tout en donnant à l'émetteur bonne conscience pour avoir respecté les formalités légales. C'est cette insuffisance du régime de la « notice légale » qui a conduit notamment à son remplacement en Belgique et au Luxembourg par un contrôle administratif de l'information.

Il importe dès lors que les règles relatives à la publicité prévoient un principe général selon lequel le prospectus d'émission doit décrire correctement les droits attachés aux titres offerts et doit donner une vue complète, sincère et fidèle de la situation de la société ou de l'institution qui les émet.

Ce principe général constitue la transposition en matière d'appel à l'épargne publique de l'exigence (formulée par la législation de certains pays de la Communauté et par la doctrine ou la jurisprudence dans les autres pays) suivant laquelle le bilan, le compte de profits et pertes et le rapport des gérants à l'assemblée générale doivent donner une vue complète sincère et fidèle de la situation patrimoniale de la société et des éléments constitutifs de sa rentabilité.

Malgré le contour normatif relativement imprécis, en fait, de ce principe général, sa formulation explicite apparaît comme un élément essentiel pour assurer l'information du public, car elle permet :

— d'une part, de fonder la responsabilité des signataires du prospectus au cas où son contenu serait incomplet ou inexact et aurait induit les souscripteurs en erreur (responsabilité pénale; responsabilité civile en dommages-intérêts; éventuellement nullité de la souscription pouvant être invoquée par le souscripteur);

— d'autre part, de fonder l'action de tous ceux qui sont éventuellement appelés à coopérer à l'opération d'émission — organismes bancaires, preneurs ferme, garants ou contre-garants — ou à exercer une mission légale de protection de l'épargne (autorités boursières ou administratives).

15. Ce principe général doit être complété par l'énumération des éléments qui, en tout état de cause, doivent, pour les différentes catégories d'émission, être fournies aux souscripteurs.

Cette énumération, nécessairement différente selon les diverses catégories d'émission, devrait tenir compte :

— de la nature des titres en cause; l'information concernant la situation de la société émettrice doit être plus exhaustive lorsqu'il s'agit d'une émission de titres représentatifs de droits d'associés ou de titres donnant droit à la souscription de tels droits (comme les warrants, les droits de souscription ou les obligations convertibles), que lorsqu'il s'agit de titres représentatifs de droits de créance; certaines informations en revanche, portant sur les droits attachés aux titres, sont spécifiques aux émissions d'obligations (tableau d'amortissement, remboursement anticipé, clauses d'indexation ou d'option de change, etc.);

- du statut et de la nature de l'émetteur : les informations à donner seront nécessairement différentes selon qu'un emprunt est émis par une société commerciale ou par une autorité publique;
- éventuellement de la nationalité de l'émetteur, dans la mesure où elle influence les droits attachés aux titres et le statut fiscal de leurs revenus et produits.

C. MODALITÉS INSTITUTIONNELLES DE CONTRÔLE DE L'INFORMATION

A) LES DIVERSES FORMES DE CONTRÔLE EXTERNE

16. Le problème de l'information des souscripteurs ne peut être dissocié de la question du contrôle externe de l'information donnée à l'occasion d'une émission.

Un premier contrôle externe devrait être exercé par les organismes bancaires qui prêtent leurs guichets pour la réalisation de l'émission et dont le crédit est moralement attaché à la qualité des titres offerts et aux conditions dans lesquelles le placement des titres s'effectue.

L'influence de l'intervention d'organismes bancaires peut être considérable comme en témoigne l'information assurée, essentiellement à leur intervention, pour la plupart des « euro-émissions » réalisées récemment.

L'efficacité de cette action des organismes bancaires dépendra toutefois dans une large mesure de la notoriété des banques participantes et des usages existant dans les différents pays. Elle dépendra également de la qualité en laquelle elles interviennent et du degré auquel leur crédit est associé à l'opération. Ce degré différera selon que la banque est simple intermédiaire, assume le service financier de l'émission ou la prend ferme ou la garantit. Toutefois, ce contrôle peut se révéler insuffisant dans la mesure où il peut exister des divergences d'intérêts entre l'organisme bancaire et les souscripteurs.

17. Un autre contrôle est exercé dans la plupart des pays de la Communauté par les autorités de tutelle de la bourse lorsque les titres font l'objet d'une demande d'admission à la cote.

Le caractère de l'intervention de ces autorités de tutelle, qui ne porte pas exclusivement sur l'information donnée, est variable en droit et en fait d'un pays à l'autre et largement influencé par les coutumes en vigueur.

L'efficacité de cette intervention est limitée par le fait qu'elle ne s'exerce qu'au moment où une demande d'admission à la cote est introduite. Si cette procédure est efficace en cas de diffusion par le canal de la bourse, elle ne s'exercera en règle générale qu'après la diffusion par émission publique. Il s'agit davantage d'un contrôle à posteriori de l'information donnée. Or, le refus pour ce motif de l'admission du titre à la cote constitue généralement une sanction inadéquate et difficilement maniable,

car elle pénalise davantage les porteurs des titres que la société ou l'institution émettrice.

Cela n'empêche toutefois pas que la procédure d'examen par les autorités de tutelle de la bourse puisse exercer une influence appréciable dans la mesure où elle conduit les émetteurs à s'inspirer, lors de l'émission publique, des principes préconisés par ces autorités pour l'admission à la cote.

18. Une troisième forme de contrôle de l'information est le contrôle préalable de l'information. Une telle procédure existe à l'heure actuelle en Belgique et au Luxembourg où elle est exercée par une autorité administrative indépendante, comparable sous certains aspects à la Securities and Exchange Commission américaine.

19. Il convient de dissocier nettement le principe du contrôle externe de l'information, préalable à toute émission publique, de la question de la nature et de la qualité de l'institution ou de l'organisme compétent à cet effet.

Il est incontestable qu'un contrôle externe de l'information, préalable à toute émission publique, est la voie qui permet d'assurer en règle générale, l'information la meilleure des souscripteurs et la plus grande adaptation des renseignements fournis, compte tenu des caractères propres à chaque émission et de la situation de la société ou de l'institution émettrice. Cette procédure permet par ailleurs, par les exigences formulées quant à la publicité, de faire prévaloir les règles, pas toujours formulées dans des textes juridiques, de « déontologie financière », et de respect des intérêts, sinon des droits des associés ou créanciers. L'expérience des pays où un tel contrôle préalable existe, montre qu'apparemment l'efficacité de ce contrôle est reconnue même par les organismes soumis à cette procédure.

B) MODALITÉS POSSIBLES DE CONTRÔLE SUR UN MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

20. Si l'instauration ou l'organisation d'un contrôle externe de l'information dans le cadre d'un marché européen des capitaux est jugée souhaitable, il importe d'examiner comment et par qui ce contrôle pourra être exercé.

La première voie qui pourrait être évoquée, celle de la création au niveau de la CEE d'un organisme compétent pour les émissions réalisées sur le territoire de la Communauté et doté de pouvoirs similaires à ceux soit de la Securities and Exchange Commission aux Etats-Unis, soit de la commission bancaire en Belgique ou du commissariat du contrôle des banques au Luxembourg, ne semble pas susceptible d'une réalisation pratique aussi rapide qu'elle serait nécessaire. Bien que la nouvelle dimension du marché fasse apparaître plus logique une telle solution, on pourrait également envisager que des organismes de ce type soient créés dans les pays qui n'en possèdent pas encore. On peut se demander, en effet, si ce ne serait pas là le moyen le plus approprié d'assurer la « moralisation » de la bourse dont on se préoccupe dans plusieurs pays, et de rendre en même temps au placement en valeurs mobilières un caractère sain qui lui fait trop souvent défaut à l'heure actuelle.

21. Une autre voie, se situant également au niveau de la Communauté, pourrait consister à créer un comité de coordination réunissant les représentants des organismes de tutelle que l'on vient de citer ou, dans l'attente de la création de tels organismes, les représentants des milieux professionnels intéressés, des milieux bancaires, des autorités compétentes pour l'admission de titres à la cote, ainsi que des pouvoirs publics nationaux chargés de la surveillance de l'information.

Ce comité de coordination n'aurait, par définition, qu'un statut officieux et ne disposerait pas, par conséquent, de pouvoirs dérivant de la loi. Il se bornerait à formuler des avis portant sur le caractère adéquat de l'information fournie au public. La sanction éventuelle devrait être double : la communication de l'avis négatif à l'entreprise en cause et aux autorités nationales compétentes et l'invitation adressée au banquier ou à l'organisme financier chef de file dans l'opération de ne pas collaborer à une émission, au cas où celle-ci se ferait dans des conditions susceptibles d'induire les souscripteurs en erreur. A un stade ultérieur ce comité pourrait se voir déférer la faculté de rendre public son avis négatif au cas où il n'en aurait pas été tenu compte et être habilité à rendre public le fait qu'une opération d'émission ne lui aurait pas été soumise pour avis. Ceci impliquerait toutefois une consécration officielle de ce comité et l'attribution à celui-ci d'une compétence quasi-juridictionnelle.

Une telle solution, toute informelle et officieuse, suppose néanmoins une adhésion des milieux professionnels et un désir réel de collaboration des autorités nationales compétentes. Elle implique également que le banquier chargé de l'émission ou l'autorité nationale compétente pour l'examen du dossier puisse être délié par l'émetteur du secret professionnel à l'égard de ce comité.

Si ces conditions étaient réunies, ce comité pourrait, à l'occasion des opérations qui lui seraient soumises pour avis, élaborer progressivement des règles en matière d'information en tenant compte notamment de l'expérience acquise sur les grands marchés des pays tiers : il pourrait aussi émettre ses avis en se basant sur la conformité à un schéma de prospectus défini en commun tel que celui présenté en annexe. Au départ, ce comité pourrait consacrer principalement son attention aux opérations à caractère international.

Cette solution entièrement construite sur l'adhésion volontaire est certes susceptible de contribuer à l'amélioration de l'information et au développement d'un marché européen des capitaux. Elle est toutefois tributaire de l'obtention de ces adhésions et du bon fonctionnement d'un comité qui, pour agir efficacement, devrait nécessairement disposer d'un minimum d'organisation et de services administratifs.

22. Une troisième voie pourrait consister à prévoir, dans le cadre d'une directive d'harmonisation prise sur la base du Traité et visant l'information des souscripteurs, l'instauration au niveau des Etats membres de systèmes semblables de contrôle préalable de l'information. On pourrait alors instituer entre les différents organismes qui en seraient chargés une coordination dans l'application des règles en vigueur dans les différents pays en matière d'information pour les émissions « nationales » et définir une attitude commune à l'égard des émissions « internationales ».

Une telle directive devrait spécifier et réglementer les opérations soumises à contrôle, ses modalités et les pouvoirs de l'autorité qui en serait chargée. En revanche,

le choix de l'institution ou de l'organisme qui dans les différents Etats membres serait chargé de ce contrôle pourrait être laissé sans inconvénients au législateur national. Une telle proposition permettrait, le cas échéant, de confier ces attributions soit aux autorités boursières, moyennant une modification de leur compétence, soit à une autorité administrative.

Pour avoir une signification, un tel contrôle préalable ne peut être une simple vérification de légalité qui examinerait si les exigences minimales de publicité prévues par la directive sont effectivement respectées. La tâche de ces autorités devrait en effet avoir pour objet principal de veiller à ce que le prospectus d'émission donne une vue correcte et sincère de la situation de la société ou de l'institution émettrice et une description complète des droits attachés aux titres. L'efficacité de ce contrôle nécessiterait d'autre part que soient précisées les sanctions éventuelles qu'entraînerait le non-respect de ces normes. C'est en ce domaine également qu'une action de coordination entre les autorités pourrait être précieuse.

23. Il importe enfin de prendre des mesures pour que le souscripteur dispose effectivement au moment où il est appelé à souscrire, des informations destinées à l'éclairer. A ce titre, une distinction doit être faite entre les ventes et souscriptions publiques, d'une part, les admissions à la cote et les introductions en bourse, d'autre part.

Le plupart des législations des pays de la CEE prévoient déjà, pour les ventes et souscriptions publiques de titres de sociétés, l'obligation de constater la souscription ou l'achat par un écrit (bulletin de souscription) établi en deux exemplaires, l'un de ceux-ci étant destiné au souscripteur.

Il paraîtrait utile de consacrer cette règle au niveau communautaire en prévoyant que le bulletin de souscription doit être inséré dans le prospectus d'émission et que le document complet doit être mis à la disposition du souscripteur.

Il serait peut-être opportun de prévoir également que les courtiers, agents de change et banquiers ne pourraient souscrire au titre de commissionnaire ou au titre de mandataire que dans la mesure où ils seraient en possession de bulletins de souscription signés par leur clientèle et ne pourraient vendre à leur clientèle les titres faisant l'objet d'une émission et qu'ils auraient souscrits ou acquis, que moyennant la signature par leur client d'un bulletin de souscription. Une exception pourrait en ce cas être prévue pour les ordres émanant d'autres courtiers, agents de change, ou banquiers.

La méconnaissance de ces dispositions pourrait, semble-t-il, n'être sanctionnée que civilement, par exemple par l'absence d'action du courtier, de l'agent de change ou du banquier contre son client au cas où celui-ci n'exécuterait pas les engagements résultant d'une souscription pour laquelle les formes prescrites n'auraient pas été respectées.

Il y aurait lieu de prévoir également que toute publicité, quelle qu'en soit la forme, doit indiquer où et comment le prospectus d'émission peut être obtenu.

En cas d'admission à la cote ou d'émission par le canal de la bourse, il serait indiqué de prévoir une information du public par des mesures de publicité adéquates, et régies par des normes précises, notamment par la presse; cette publicité devrait indiquer où et comment le document complet (prospectus d'émission) peut être obtenu.

CONCLUSIONS

24. L'information du public figure au premier plan parmi les problèmes qui se présentent sous un jour nouveau et avec une acuité accrue dans la perspective du développement d'un marché financier européen. La difficulté d'obtenir une véritable participation des épargnants au marché financier dans un contexte relativement homogène comme celui des marchés nationaux actuels se trouve multipliée lorsqu'on passe au marché européen en voie de formation.

1) Une politique de l'information devrait comporter :

— une action visant à familiariser le public avec les placements mobiliers et les mécanismes boursiers,

— une information continue sur l'activité des sociétés, en plus de la publication annuelle de leurs comptes,

— une information particulièrement approfondie lorsqu'il est fait appel à l'épargne publique, c'est-à-dire lors de l'émission de valeurs mobilières et de leur introduction en bourse.

2) Le groupe d'experts a examiné particulièrement ce dernier problème en vue de la formulation de règles de publicité dont le champ d'application et le contenu s'imposeraient comme une base commune aux différents Etats membres. Cette base commune pourrait être constituée par un schéma de prospectus d'émission — tel que celui présenté en annexe — qui pourrait être adapté aux circonstances particulières des différentes catégories de valeurs mobilières et d'émetteurs.

3) Un contrôle externe s'impose pour assurer le respect de certaines normes minimales quant à l'étendue et à la qualité de l'information. Un tel contrôle est exercé dans chacun des pays membres par les organismes bancaires et par les autorités de tutelle de la bourse et, dans certains d'entre eux, par une autorité administrative indépendante, dotée de pouvoirs quasi juridictionnels.

Dans le cadre d'un marché européen, le groupe d'experts estime souhaitable l'extension et l'harmonisation des procédures de contrôle externe. Ce dernier pourrait être exercé pour les « opérations internationales » par un comité de coordination, réunissant les milieux professionnels intéressés ainsi que les autorités de tutelle existantes et fonctionnant sur une base d'adhésion volontaire.

La mise au point d'une directive d'harmonisation visant à assurer une convergence du contenu et des procédures appliquées dans les divers Etats membres en cette matière, permettrait de donner à cette coopération un caractère plus structuré et d'en élargir le champ d'application.

L'opportunité de créer au niveau de la CEE un organisme du type de la commission bancaire belge, ou de la Securities and Exchange Commission devrait également être considérée avec attention.

II. Le fonctionnement des bourses de valeurs et la circulation des titres

25. L'amélioration de la structure de l'offre et de la demande de valeurs mobilières ainsi que l'élargissement de l'horizon du public des investisseurs ne sauraient suffire à créer toutes les conditions pour le développement d'un marché financier intégré à l'échelle européenne, si l'on ne procédait parallèlement aussi à une adaptation des techniques de négociation des titres en bourse et hors bourse et si l'on ne réalisait des conditions de circulation des valeurs à travers toute la Communauté comparables à celles d'un marché intérieur.

Les opérations des résidents des Etats membres sur des valeurs cotées aux diverses bourses étrangères ne se heurtent plus désormais à des restrictions de change : néanmoins, elles peuvent être faussées par des différences de coûts et par des problèmes de nature technique.

Sur un plan plus général, les marchés où se négocient les valeurs mobilières dans les pays de la CEE, s'ils disposent d'une large gamme de moyens techniques et d'une longue expérience, accusent néanmoins des défauts de fonctionnement que l'on s'accorde à attribuer, principalement, à leur étroitesse et à leur cloisonnement.

Le groupe d'experts s'est donc efforcé d'abord de réunir dans une analyse sommaire les divers éléments dont résulte cet état de fait.

Il a examiné ensuite les solutions aptes à élargir la cote des bourses — notamment par l'introduction d'un plus grand nombre de titres étrangers — et à étoffer le volume des transactions.

Enfin, il a abordé un certain nombre de problèmes particuliers ayant trait à la circulation et à la négociation internationales des valeurs mobilières.

A. L'ÉTROITESSE DES MARCHÉS EUROPÉENS DE VALEURS MOBILIÈRES

26. Le principal problème de fonctionnement qui caractérise les transactions sur valeurs mobilières dans la plupart des marchés des Etats membres consiste en la difficulté de trouver une contrepartie pour des transactions d'un montant important portant sur un titre donné, sans provoquer des mouvements de cours d'une amplitude notable. S'il est relativement facile de constater à l'expérience la gravité de ce phénomène, notamment pour les transactions sur le marché des actions, il est beaucoup plus difficile de l'appréhender sur le plan statistique et de donner une appréciation comparative des divers marchés sous cet angle.

Le volume des transactions réalisées est souvent considéré comme la donnée la plus significative. Le nombre de titres cotés, indiquant la gamme des titres accessibles pour un placement boursier, a une importance certaine pour le développement d'opérations d'arbitrage étoffées. La capitalisation boursière enfin peut être prise comme une indication du volume de l'épargne investie en valeurs mobilières cotées.

A) INDICATIONS QUANTITATIVES

27. Les statistiques relatives aux transactions boursières représentent dans les divers pays de la CEE la majeure partie ou une fraction seulement de l'ensemble des transactions sur valeurs mobilières, selon qu'un « monopole des bourses » existe — comme en France et en Belgique — ou qu'une partie importante des transactions se réalise par compensation hors bourse au sein d'établissements financiers et entre eux. De plus, en Allemagne et aux Pays-Bas, les transactions sont recensées suivant la valeur nominale et non suivant la valeur vénale des titres. Enfin, seules les transactions sur les marchés officiels sont recensées dans tous les pays, alors qu'il y a des transactions importantes portant sur des valeurs « hors cote » au sein de marchés particuliers et même hors bourse, transactions sur lesquelles on ne possède que des informations sporadiques.

28. Sous ces réserves, il semble possible d'estimer à environ 9 milliards de dollars le volume annuel moyen des transactions boursières sur valeurs à revenu variable cotées en moyenne durant les années 1960 à 1965 pour l'ensemble des pays de la CEE. Cette estimation peut être avancée sur la base de chiffres officiels pour la Belgique, la France et l'Italie, et d'extrapolations partant des statistiques sur la valeur nominale des titres négociées pour l'Allemagne et les Pays-Bas. Le volume des transactions boursières sur actions atteignait, d'autre part, pour la même période, 65 milliards de dollars environ aux Etats-Unis et pour 1965 — seule année pour laquelle des données sont disponibles — près de 10 milliards de dollars pour la seule bourse de Londres. Même si les transactions sur actions cotées sont sous-estimées dans les pays membres pour les raisons indiquées, leur envergure relativement modeste ressort de façon éloquente de cette comparaison.

29. Le nombre d'actions cotées apparaît aussi relativement faible dans certains pays de la CEE. A la fin de 1965, les actions nationales ⁽¹⁾ se chiffraient à 590 à Amsterdam, 469 à Bruxelles, 618 à Düsseldorf, 187 à Milan et 971 à Paris, contre 3 630 à Londres et 1 601 au New York Stock Exchange.

30. Finalement, la capitalisation boursière des valeurs à revenu variable cotées dans les Etats membres atteignait en moyenne en fin d'année entre 1960 et 1965 un montant d'environ 64 milliards de dollars, soit en chiffres ronds, 22 milliards en Allemagne, 20 milliards en France, 9 milliards aux Pays-Bas, 8,5 milliards en Italie et 4,5 milliards en Belgique. Les données disponibles pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis montraient pour la même période une capitalisation boursière respectivement d'environ 120 milliards et 410 milliards de dollars. La disproportion est toutefois quelque peu accentuée par le fait que ces deux derniers chiffres se réfèrent aux valeurs nationales et étrangères, alors que les données concernant la CEE ne portent que sur les valeurs nationales.

(1) L'examen des actions étrangères cotées apparaît à la sous-section B et au tableau n° 26.

Même des comparaisons aussi aléatoires que celles que l'on vient de donner ne sont pas possibles sur une base satisfaisante pour les marchés des obligations : on se limitera simplement à constater le nombre très faible d'obligation cotées de sociétés en Belgique, en Allemagne et en Italie, phénomène qui s'explique par les facteurs déjà examinés au chapitre 9.

B) PROBLÈMES POSÉS PAR L'ÉTROITESSE DES MARCHÉS

31. Il est impossible d'analyser ici en détail les causes de l'étroitesse des marchés des valeurs à revenu variable et l'on doit se limiter à rappeler qu'elle est due principalement :

- à une attitude souvent réservée des épargnants à l'égard des placements en valeurs mobilières,
- à la faible proportion des titres d'une société qui sont effectivement accessibles au public compte tenu du nombre de titres détenus par des groupes familiaux qui refusent de les mettre en circulation, ou « immobilisés » dans les portefeuilles de sociétés financières,
- à l'insuffisante participation des investisseurs institutionnels au marché,
- à l'importance des transactions qui ont lieu par compensation hors bourse. Il s'agit en somme de l'ensemble des facteurs rappelés au chapitre précédent portant sur la structure des marchés de valeurs mobilières à revenu variable.

Cet état de fait est lourd de conséquences. Il explique en partie l'hésitation qu'éprouvent les investisseurs importants, et parmi eux les investisseurs institutionnels, à s'engager dans l'achat de valeurs européennes, de crainte de ne pouvoir modifier par la suite la composition de leurs portefeuilles sans influencer défavorablement sur les cours. Ce manque de « liquidité » et les fluctuations qui peuvent en résulter pour des valeurs déterminées sont aussi de nature à décourager les investisseurs individuels qui sont particulièrement susceptibles d'avoir besoin de mobiliser rapidement leurs placements.

L'étroitesse de la gamme des valeurs cotées n'aboutit certainement pas à un accroissement du volume des transactions sur chacun de ces titres : elle a, au contraire, pour effet de les appauvrir, en les privant de l'apport d'investisseurs qui souhaiteraient diversifier leurs placements et qui n'ont d'autres choix que de s'adresser à des marchés de pays tiers. Ce raisonnement vaut en particulier pour les investisseurs institutionnels.

En conclusion, il y a là un cercle vicieux qu'il ne sera possible de rompre que :

- par une possibilité accrue donnée à certains investisseurs institutionnels de participer à ce marché;
- par une réorientation vers la bourse des transactions qui s'opèrent actuellement en dehors d'elle, grâce à un aménagement des réglementations concernant les intermédiaires;
- par une mise en communication des diverses bourses de valeurs, tant par des transactions à travers les frontières que par l'introduction à la cote de valeurs étrangères.

32. Les problèmes sont différents sur les marchés de valeurs à revenu fixe. On ne peut parler d'étroitesse de la gamme des titres disponibles que pour les obligations des sociétés. D'autre part, les marchés connaissent un volume de transactions relativement important sur des titres du secteur public.

Le problème fondamental est ici sans doute celui des interrelations entre le placement de nouvelles émissions et la « tenue » de celles-ci sur le marché secondaire. C'est seulement dans les pays où ce marché secondaire fonctionne d'une façon satisfaisante qu'un placement régulier d'émissions peut se réaliser : s'il en est autrement, il se peut que l'on assiste de temps en temps à une activité intense d'émission due à des situations favorables transitoires, mais les émissions ne peuvent connaître la continuité de progression qui serait nécessaire, et que permettrait un marché efficace. Plus encore que pour le marché des actions, où les risques de fluctuations sont acceptés par les investisseurs, les porteurs manifesteront une désaffection croissante vis-à-vis du marché de titres à revenu fixe, s'ils demeurent dans l'impossibilité pratique de les mobiliser pour des montants d'importance raisonnable sans provoquer des mouvements de cours qui ne sont pas en rapport avec la tendance du marché, ni avec la qualité de l'émetteur. Même pour les investisseurs institutionnels, les prêts directs ou d'autres formes de placement deviennent plus attrayants que les obligations, puisque la rentabilité moins élevée de celles-ci n'est pas compensée par une liquidité réelle. Lorsque des différences de rendement élevées existent entre des titres semblables et qu'elles ne sont pas corrigées automatiquement par des opérations d'arbitrage, le marché ne fonctionne évidemment pas de façon satisfaisante.

Cet ensemble de phénomènes est en grande partie lié au fait que le marché des obligations est dans plusieurs des pays membres encore essentiellement un marché « de détail » et non pas un marché « de gros », et qu'un placement en mains fermes ne peut pas toujours être assuré. Lorsque des établissements financiers participant à un syndicat d'émission écoulent leur quote-part en dessous du prix d'émission, faute d'avoir pu la placer intégralement, l'évolution du marché secondaire s'en ressent nécessairement. Les clauses de soutien des cours convenues au sein de syndicats d'émission, comportant un remboursement de la commission de placement lorsque les titres réapparaissent sur le marché dans un délai déterminé, ne semblent pas suffire à résoudre ce problème.

D'autre part, une politique de régularisation des cours a été pratiquée temporairement en Allemagne par la Banque centrale, pour le compte d'émetteurs publics. L'action de soutien des cours pratiqués par des institutions para-étatiques en Italie, sous l'impulsion des autorités responsables de la politique monétaire, présente un caractère quelque peu différent. Le Fonds des rentes en Belgique intervient sur le marché des titres d'Etat afin de régulariser les cours sans essayer de les stabiliser, mais il dispose de moyens relativement limités. En France, la Caisse des dépôts et consignations exerce, d'autre part, une action de régularisation qui s'étend à tous les secteurs du marché des obligations, à l'aide aussi d'organismes qui lui sont liés, tels que la société d'investissement « France-Obligations » et la Caisse nationale de prévoyance.

Comme il a été dit au chapitre 4, point 25, il est nécessaire qu'une harmonisation soit recherchée dans les méthodes par lesquelles les Etats membres visent à influencer l'évolution à court terme des taux d'intérêt sur les marchés. Si la méthode choisie

consistait à confier à une instance particulière la tâche d'intervenir directement sur le marché, le groupe d'experts estime que ces interventions devraient être mises en œuvre de façon étroitement concertée.

Ces interventions de régularisation de la part d'organismes publics apportent une contribution substantielle à la bonne tenue des marchés secondaires mais, en raison soit de leur caractère sporadique, soit de leur champ d'action limité, elles ne peuvent certainement pas remplir toutes les fonctions qui seraient celles d'un arbitrage actif, exercé par un nombre d'intermédiaires spécialisés et d'investisseurs au courant des possibilités qui s'offrent sur le marché national ainsi que sur les marchés extérieurs.

Une fois de plus, on est amené à constater que le bon fonctionnement des marchés secondaires suppose :

— en premier lieu, la présence active d'investisseurs professionnels ayant la faculté d'opérer sur une large gamme de titres;

— en deuxième lieu, des liaisons croissantes entre les marchés qui se manifestent déjà par le rapprochement des rendements obligataires dans les divers Etats membres, et pourraient être encore intensifiées par l'introduction de valeurs étrangères à revenu fixe aux cotes des bourses de chacun d'entre eux.

B. *PROBLÈMES RELATIFS À LA COTATION EN BOURSE*

33. Les constatations précédentes relatives à l'insuffisance de l'information du public, aux problèmes existant pour le placement des valeurs mobilières, au cloisonnement des marchés, font ressortir la nécessité

— d'élargir les cotes officielles des divers pays membres en y introduisant notamment des valeurs étrangères,

— de favoriser également les négociations de titres étrangers hors des marchés officiels (hors cote, ventes publiques supplémentaires, etc.),

— de simplifier et d'harmoniser les techniques de cotation.

A) *L'ÉLARGISSEMENT DES COTES DES MARCHÉS OFFICIELS*

34. L'inscription de valeurs mobilières étrangères aux cotes des bourses des pays membres est à l'heure actuelle un des principaux moyens par lequel peut se réaliser d'ores et déjà une certaine interpénétration des marchés.

Cependant, elle se heurte dans certains pays membres à des exigences et à des formalités plus sévères que celles imposées lors de l'introduction de titres nationaux. On invoque pour justifier cette différence de traitement le fait que l'introduction en bourse équivaut pratiquement à une émission dans le pays de la part de l'institution ou de la société étrangère et que les formalités exigées lors de l'émission afin d'assurer la protection de l'épargnant sont encore sensiblement différentes d'un pays membre à l'autre : le contrôle devrait donc être plus strict lors de l'introduction en bourse de valeurs étrangères.

Le problème de la protection de l'épargnant lors de l'introduction en bourse de valeurs étrangères pose certes des problèmes particuliers qui sont toutefois susceptibles d'être résolus dans le cadre d'une harmonisation des conditions requises pour l'admission à la cote, et notamment des exigences en matière de publicité. En vérité, l'argument de la protection de l'épargnant recouvre souvent le désir de réserver les ressources du marché aux entreprises nationales.

Une telle attitude n'apparaît pas tenir compte de tous les éléments du problème, puisqu'elle néglige l'effet tonifiant que peut avoir pour le marché l'étoffement de la cote et des transactions obtenu par l'introduction de valeurs étrangères. Par ailleurs, il convient de remarquer que l'introduction en bourse n'équivaut pas nécessairement à une émission, car elle n'est pas toujours accompagnée de la vente d'un bloc de valeurs étrangères précédemment détenues par des non-résidents. Elle peut correspondre à la simple reconnaissance d'un état de fait, à savoir qu'il existe déjà un nombre appréciable de titres d'une valeur étrangère donnée aux mains de résidents; ceci justifie son inscription à la cote, afin de permettre aux porteurs de ces titres une négociation plus aisée et moins coûteuse et d'offrir aux intermédiaires de la place le bénéfice d'un volume d'affaires supplémentaires qui, autrement, se dérouleraient sur un marché étranger.

35. Il convient de souligner que l'introduction en bourse d'un nombre accru de valeurs des autres pays membres permettrait d'abaisser le coût des transactions sur ces valeurs, qui est nettement plus élevé que pour des opérations comparables sur valeurs nationales.

En effet, lorsqu'il s'agit d'une opération effectuée sur une bourse étrangère, aux frais bancaires et commissions prélevés par l'intermédiaire du pays de l'opérateur, s'ajoutent les frais de correspondants étrangers, une commission de change, d'un montant relativement élevé par rapport aux frais de bourse et enfin, des impôts indirects qui peuvent aboutir à une double imposition. A ces charges, qui grèvent le coût de la transaction proprement dite, s'ajoutent tout au long de la détention des titres étrangers des charges plus lourdes que pour les titres nationaux, lors de l'encaissement des coupons, pour la garde des titres, etc.

36. Dans tous les pays de la Communauté, sauf en Italie, un nombre appréciable de valeurs étrangères sont déjà cotées en bourse, et principalement à Amsterdam, Paris et Bruxelles.

Si l'on considère les valeurs étrangères à revenu variable cotées dans les bourses de ces cinq pays membres, leur nombre apparaît même supérieur à celui coté au New York Stock Exchange (tableau n° 26). A titre indicatif, le pourcentage du nombre de valeurs étrangères par rapport à l'ensemble des valeurs à revenu variable nationales et étrangères cotées est approximativement de 33% à Amsterdam, 20% à Bruxelles, 18% à Paris, 40% à Francfort-Düsseldorf, contre 42% à Zurich, 9% à Londres et 1,5% à New York.

Parmi ces valeurs étrangères, celles des pays de la CEE occupent cependant encore une place relativement modeste. Sur 292 valeurs à revenu variable étrangères cotées à Amsterdam, 195 sont des valeurs américaines, et 30 seulement des valeurs des pays de la CEE, sur les 213 cotées à Paris, et sur les 118 cotées à Bruxelles, seulement 40 et 44 respectivement.

Bien que les introductions en bourse de valeurs d'autres pays de la Communauté se soient multipliées au cours des dernières années, le groupe d'experts considère que ce mouvement devrait s'accroître dans l'avenir en vue de favoriser l'établissement d'un véritable marché européen des valeurs à revenu variable.

Aussi, les obstacles s'opposant à l'admission à la cote de valeurs à revenu variable d'autres pays membres devraient être rapidement éliminés, particulièrement en Italie et en Allemagne.

37. En ce qui concerne les valeurs à revenu fixe, il est frappant de constater que le nombre d'emprunts étrangers cotés dans chacun des pays membres est relativement étroit et ne comprend souvent que ceux qui ont été émis dans le pays où a lieu la cotation. L'introduction en bourse d'emprunts émis dans d'autres pays membres, pourrait créer un intérêt pour les obligations étrangères, même si le marché qui pourrait exister pour de tels titres serait au début étroit. Pour les émetteurs dont les titres seraient introduits dans la bourse d'un autre pays membre, la cotation faciliterait l'émission ultérieure d'emprunts dans ce pays.

38. En définitive, l'introduction de valeurs étrangères à la cote des bourses des divers pays de la Communauté devrait être encouragée, le cas échéant, par des aménagements appropriés des procédures d'admission. Il faudrait notamment envisager dans cette optique :

— l'élimination des dispositions discriminatoires d'origine administrative, ainsi qu'il a été prévu dans le projet de troisième directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du Traité;

— l'harmonisation des exigences de publicité et des procédures mises en œuvre par les autorités boursières. Les propositions déjà avancées par la fédération internationale des bourses de valeurs en vue d'une coopération de ces autorités, par exemple en délivrant des « certificats de cotation » évitant à l'émetteur de devoir se soumettre à plusieurs reprises à certaines formalités qu'il a déjà accomplies, pourraient accélérer et simplifier singulièrement l'admission de valeurs étrangères.

B) LE DÉVELOPPEMENT DES TRANSACTIONS SUR VALEURS MOBILIÈRES ÉTRANGÈRES EN DEHORS DES MARCHÉS OFFICIELS

39. Dans les pays de la CEE, les valeurs mobilières non cotées au « marché officiel » peuvent être négociées sur des marchés particuliers en bourse, en remplissant une procédure simplifiée, et hors bourse.

Il en est ainsi en France sur le marché « hors cote » : à la fin de 1965, les valeurs de 718 émetteurs étaient inscrites à ce marché, dont 117 valeurs étrangères, y compris les valeurs de la zone franc. En Belgique, des « ventes publiques supplémentaires » sont organisées aux bourses de Bruxelles et d'Anvers périodiquement (au moins une fois par mois pour toutes les valeurs non cotées et plus fréquemment pour certaines valeurs spécialement autorisées), de façon à permettre aux valeurs qui ne satisfont pas aux conditions de l'admission officielle par le comité de la cote d'être néanmoins traitées en bourse. Au Luxembourg, des ventes publiques mensuelles ont lieu suivant le même système. En Allemagne, à côté du marché officiel (Ämtlicher Markt),

un marché officiel réglementé (Geregelter Freiverkehr) permet la négociation en bourse de valeurs ayant satisfait à une procédure d'admission simplifiée et moins coûteuse. En outre, un marché hors bourse (Telefonhandel in unnotierten Werten), organisé par les banques, permet de négocier les actions de sociétés qui n'ont demandé leur admission ni à l'« Ämtlicher Markt » ni au « Geregelter Freiverkehr », de nombreuses valeurs étrangères sont négociées dans ce cadre.

Aux Pays-Bas, il existe un marché non officiel « par téléphone » entre maisons de courtages pour les valeurs non cotées, mais son ampleur est relativement limitée : une autorisation particulière de la Nederlandsche Bank est nécessaire pour la négociation de titres étrangers sur ce marché. Enfin, en Italie, il existe à la bourse de Milan un « marché restreint » (mercato ristretto) où peuvent être traités une fois par semaine les titres d'environ 160 sociétés qui ne sont pas inscrits à la cote officielle.

40. Le groupe d'experts considère que ces marchés remplissent une fonction très utile d'acclimatation des valeurs, avant leur introduction au marché officiel, particulièrement lorsqu'il s'agit de valeurs étrangères. Il souhaite que les valeurs des autres pays membres soient admises en plus grand nombre à ces marchés parallèles. Des procédures d'admission simplifiées sont d'autant plus justifiées lorsque ces valeurs ont déjà eu à remplir les formalités pour l'admission à leur marché national. On pourrait même admettre que toute valeur cotée sur un marché officiel d'un Etat membre soit automatiquement autorisée, sans autres formalités, à être négociée aux marchés hors cote des autres pays membres.

C) L'HARMONISATION ET LA SIMPLIFICATION DES TECHNIQUES DE COTATION

41. Des systèmes différents de cotation sont employés à l'heure actuelle dans les divers pays membres. Ainsi, pour les valeurs à revenu variable, dans certains pays on pratique la cotation en pourcentage de la valeur nominale, dans d'autres la cotation en unités monétaires. Les deux systèmes sont même employés simultanément dans certains pays. Pour les valeurs à revenu fixe, les cotations sont faites « intérêts courus » dans certains pays, et indépendamment des intérêts dans d'autres.

Les formes sous lesquelles les cours de la cote officielle sont publiés sont sensiblement différentes d'un pays à l'autre, même pour le marché officiel du comptant et, à fortiori, pour les marchés à terme ou à primes dans les pays où ils existent. Les cours pratiqués sur les marchés hors cote font parfois l'objet d'une publication séparée, et leur présentation est encore plus hétérogène.

Il n'est pas douteux que, même pour un opérateur familiarisé avec les mécanismes de son propre marché national, la lecture et l'interprétation d'une cote étrangère n'est pas aisée : une telle situation est peu propice à l'arbitrage puisque, compte tenu de la diversité des caractéristiques des titres et des systèmes de cotation, leurs rendements réels ne peuvent être déterminés qu'au prix de calculs que peu d'opérateurs sont en mesure d'effectuer. Une simplification et une certaine harmonisation dans la présentation des cotes apporteraient une contribution appréciable à cet égard.

C. PROBLÈMES RELATIFS À LA CIRCULATION ET À LA NÉGOCIATION DES VALEURS MOBILIÈRES

42. Les différences existant dans les techniques boursières ne posent normalement pas de problèmes insolubles pour la réalisation de transactions internationales, qui sont parfaitement compatibles avec une certaine diversité dans les modes d'organisation des bourses ⁽¹⁾.

Néanmoins, il apparaît utile de donner aux diverses places des possibilités techniques équivalentes afin de leur assurer des chances égales de développement et d'améliorer la communication entre les divers marchés par certaines réformes.

Une suggestion simple, mais utile, pourrait être d'allonger la durée des séances de bourse et de faire coïncider leurs horaires de façon à faciliter les opérations d'arbitrage.

Une réforme plus fondamentale consisterait à introduire un marché à terme sur les places qui n'en possèdent pas encore. On sait qu'à l'heure actuelle il existe un projet en ce sens en Allemagne. Le coût élevé d'un système de crédit pour les transactions boursières, analogue à celui qui existe aux Etats-Unis, fait estimer en général que l'organisation d'un marché à terme serait probablement la solution la plus adaptée aux conditions européennes pour soutenir et étoffer le volume des transactions.

Le groupe d'experts a estimé que la circulation et la négociation des valeurs mobilières entre les pays membres pourraient être améliorées par :

- l'institution d'un « clearing » européen de valeurs mobilières;
- des mesures fiscales favorisant la circulation des valeurs;
- l'harmonisation des règles concernant les intermédiaires en bourse et les transactions effectuées par certaines catégories d'opérateurs;
- le développement des techniques de négociation de blocs de valeurs.

A) L'INSTITUTION D'UN « CLEARING » EUROPÉEN DES VALEURS MOBILIÈRES

43. Il a déjà été reconnu que la manipulation matérielle de titres soulève diverses difficultés et notamment le problème de la dépossession involontaire des titres au porteur. Le groupe d'experts rappelle le projet de convention en cette matière, actuellement à l'étude, qui prévoit entre autres les moyens d'une large publicité des actions d'opposition à travers toute la Communauté.

Le problème essentiel est cependant celui du coût et de la complication des opérations, qui est en grande partie résolu en France et en Allemagne, grâce à l'existence de caisses interprofessionnelles de dépôt. La création de tels organismes dans les

⁽¹⁾ Pour une description détaillée du fonctionnement des bourses dans les Etats membres, voir « Les bourses européennes » (deuxième édition) publié en 1965 par le Groupement européen d'Etudes financières, constitué par des établissements financiers de divers pays.

autres pays membres faciliterait ultérieurement la création d'un clearing européen de valeurs mobilières du type par exemple de la SICOVAM française. L'adhésion facultative des caisses interprofessionnelles de dépôt nationales, ou même directement des intermédiaires financiers des divers pays membres et non-membres à ce clearing européen, lui permettrait de recevoir des titres au porteur, d'ouvrir des comptes courants-titres à ses membres adhérents, d'intervenir en qualité de « nommée » pour les titres nominatifs étrangers; il faciliterait ainsi le déroulement des opérations internationales et abaisserait le taux des commissions et courtages qui, actuellement, sont sensiblement supérieurs à ceux des opérations ayant un caractère interne.

L'étude de cet ensemble de problèmes, ainsi que des possibilités d'harmonisation dans la présentation matérielle des titres, a déjà reçu une attention considérable de la part de la Fédération internationale des bourses des valeurs; le travail important réalisé en cette matière sur le plan technique devrait maintenant être appuyé par des mesures concrètes d'application de la part des administrations nationales et des autorités boursières dans les divers Etats membres. Il s'agirait notamment d'aménager les dispositions légales qui dans certains pays membres, notamment en Italie, en Belgique et au Luxembourg, imposent que les titres soient individualisés. De telles dispositions s'opposent à la création de clearings de valeurs mobilières, étant donné que les titres déposés auprès d'une caisse centralisatrice perdent nécessairement l'individualité qui leur est conférée par un numéro d'identification ou par leur caractère nominatif.

B) MESURES FISCALES SUSCEPTIBLES DE FAVORISER LA CIRCULATION DES VALEURS MOBILIÈRES

44. La circulation des valeurs mobilières pourrait être encouragée par des mesures concernant les impôts directs.

Des raisons fiscales sont parfois cause de la rigidité des portefeuilles de certaines sociétés alors que leurs dirigeants seraient désireux de mobiliser des participations ou de modifier la composition de leur portefeuille de placement. Il en est ainsi, par exemple, lorsque des impôts directs élevés frappent les plus-values réalisées lors de la liquidation, plus-values qui sont parfois purement fictives si l'on tient compte des hausses de prix intervenues depuis la comptabilisation du titre au bilan à sa valeur d'achat et si les bilans n'ont pas été réévalués.

Un traitement fiscal approprié de ces plus-values favoriserait le « dégel » des portefeuilles de ces sociétés et les titres qu'elles contiennent pourraient être remis dans le circuit du marché. On pourrait par exemple étendre au domaine des valeurs mobilières certaines facilités qui sont accordées aux sociétés « sous condition de emploi » lors de la liquidation d'autres biens d'actif. Des dispositions seraient particulièrement nécessaires pour faciliter la dissolution de sociétés qui ont cessé toute activité et qui hésitent à liquider leur portefeuille pour des raisons fiscales.

Un autre problème résulte du fait que, dans la plupart des pays membres, le privilège fiscal des sociétés mères, pour les revenus qui leur sont transférés par leur filiale, ne peut leur être accordé qu'à la condition que leur participation soit d'une quotité mi-

nimale élevée : il en résulte que certaines sociétés-mères doivent conserver en portefeuille des titres de filiales bien au-delà de ce qu'elles désirent. Cette règle peut restreindre en particulier le recours direct de la filiale à l'épargne publique. Des aménagements de ce régime fiscal devraient être trouvés.

Par ailleurs, lorsqu'il existe pour les personnes physiques des dispositions fiscales privilégiées ou des primes en vue d'encourager la détention de valeurs mobilières, par exemple dans le cadre de plans de placement, le groupe estime que ces dispositions devraient s'appliquer de façon non discriminatoire pour les titres de tous les pays membres.

45. Un allègement et une harmonisation des impôts indirects frappant l'introduction en bourse des valeurs mobilières et les transactions en bourse auraient aussi une influence non négligeable sur leur développement.

En ce qui concerne le droit de timbre sur l'émission de titres et leur introduction en bourse, la directive sur l'harmonisation des impôts frappant le rassemblement de capitaux en cours d'examen devant le Conseil de la CEE, devrait après son adoption créer des conditions analogues sur les divers marchés. Le contenu de cette directive et ses conséquences sont analysées au chapitre 14 relatif aux problèmes fiscaux, de même que les problèmes posés par les taxes sur les opérations de bourse, dont la suppression ou l'harmonisation sont également recommandées.

C) L'HARMONISATION DES RÈGLES CONCERNANT LES INTERMÉDIAIRES EN BOURSE ET LES TRANSACTIONS EFFECTUÉES PAR CERTAINES CATÉGORIES D'OPÉRATEURS

46. Tandis qu'il existe un monopole des bourses en France et en Belgique, les transactions sur valeurs mobilières dans les autres pays membres peuvent se réaliser par compensation auprès de la clientèle des établissements financiers, ceux-ci offrant eux-mêmes la contrepartie si nécessaire. De plus, en Allemagne, aux Pays-Bas et au grand-duché du Luxembourg, certaines institutions de crédit sont admises aux négociations en bourse, alors qu'en Italie elles y assistent simplement en qualité d'observateurs.

Le monopole des bourses est susceptible de mieux garantir l'authenticité des cotations et semble donc devoir être envisagé favorablement, dans la mesure où il ne présente pas des inconvénients pour l'exécution de types d'opérations telles que la négociation de blocs d'actions dont il sera question ci-après.

En fait, le problème peut être analysé, en ce qui concerne les institutions de crédit, en distinguant trois aspects différents :

- le droit d'intervenir en bourse comme intermédiaire;
- le droit de détenir des valeurs mobilières pour compte propre;
- le droit d'opérer des compensations hors bourse entre les ordres d'achat et de vente de la clientèle et leur propre portefeuille.

Le cumul des trois fonctions est évidemment susceptible d'être préjudiciable au bon fonctionnement du marché, en raison des conflits d'intérêt qui peuvent surgir. Ce cumul doit donc être évité. On sait qu'un projet actuellement à l'étude en Allemagne

visé, pour cette raison, à interdire les compensations hors bourse, sauf s'il s'agit d'opérations entre institutions de crédit. Par contre, rien ne s'oppose à ce que les institutions de crédit participent aux négociations en bourse en tant qu'intermédiaires : elles ne devraient pas non plus être empêchées de remplir leurs fonctions dans des opérations portant sur des blocs de valeurs, qu'elles sont à même de faciliter grâce à leurs contacts étroits avec la clientèle.

47. L'instauration d'une réglementation concernant les opérations des administrateurs et dirigeants de sociétés sur les titres de leurs sociétés devrait procéder du même esprit.

Il s'agit de veiller en effet à ce que tous les opérateurs en bourse soient placés sur un même plan et que certains d'entre eux, qui disposent de par leurs fonctions dans la société d'informations susceptibles d'influencer le marché, ne puissent en tirer un avantage particulier dont seraient privés les autres opérateurs.

Ce problème a été résolu dans la législation américaine par des obligations très amples de publicité concernant les opérations réalisées par les administrateurs et dirigeants, ainsi que par les possibilités de contrôle de la Securities and Exchange Commission sur ce type d'opérations. Au Royaume-Uni, une solution analogue vient d'être adoptée, encore que les obligations de publicité imposées soient moins rigoureuses.

Dans les pays de la CEE, il n'existe actuellement aucune disposition de ce genre bien que des soucis du même ordre y aient été exprimés, notamment en France.

Etant donné la difficulté de réglementer une matière aussi complexe, il n'est pas possible à ce stade d'avancer des suggestions précises, mais seulement d'indiquer les principes dont il faudrait s'inspirer :

— quant à l'objet d'une éventuelle réglementation, on peut estimer qu'elle devrait concerner toutes les cessions ou acquisitions d'actions et autres droits sociaux de la société ou de ses filiales, opérées directement ou indirectement par un administrateur ou dirigeant de la société;

— quant aux restrictions qui seraient imposées à la liberté d'action de ces administrateurs ou dirigeants, elles devraient essentiellement viser à empêcher que ceux-ci ne puissent se servir d'informations dont ils auraient eu connaissance de par leurs fonctions pour réaliser à leur propre avantage des opérations sur les titres de la société, avant que ces informations ne soient devenues du domaine public;

— quant aux modalités d'application, en l'absence d'un régime d'interdiction absolue de ces opérations, qui ne serait pas réaliste, on pourrait penser à donner aux autorités boursières ou à des instances administratives des pouvoirs d'investigation à posteriori à l'occasion de fluctuations de cours qui pourraient faire soupçonner des interventions des administrateurs ou dirigeants non conformes aux principes énoncés.

D) LES OFFRES D'ACHAT OU DE VENTE DE BLOCS D'ACTIONS

48. Les opérations consistant à offrir au public des blocs d'actions ou à proposer le rachat de tout ou partie des actions d'une société contribuent, sur les marchés financiers les plus développés, à permettre la réalisation de transactions de grande

envergure dans des conditions équitables pour tous les participants et avec un minimum de perturbations dans le fonctionnement du marché. La possibilité que de telles opérations se réalisent empêcherait une sous-évaluation persistante des cours de certains titres et permettrait, lors de l'introduction dans un pays donné d'actions étrangères, de réaliser des « opérations de classement » auprès d'une large clientèle.

Les diverses techniques (specialist purchase, exchange distribution, special offering, secondary offering, tender) normalement employées sur les marchés de Londres et de New York, sont loin d'être inconnues sur les marchés des Etats membres. Néanmoins, leur structure institutionnelle, notamment en raison de l'absence d'intermédiaires spécialisés, peut ne pas s'adapter à certaines de ces opérations.

En deuxième lieu, elles doivent être réconciliées avec le monopole des bourses, là où il existe, ce qui ne semble toutefois pas donner lieu à des difficultés majeures : les opérations d'offre publique font, en effet, l'objet d'une réglementation particulière en France ainsi qu'en Belgique.

En troisième et dernier lieu, reste le problème de vérification du caractère sincère de l'offre d'achat ou de vente, afin d'éviter des manoeuvres frauduleuses ayant pour seul but de créer des mouvements boursiers.

Comme pour le problème traité au paragraphe précédent, il n'est pas possible de formuler ici des recommandations détaillées. Le groupe d'experts ne peut que souligner l'opportunité de créer les conditions permettant à des opérations sur blocs d'actions de se dérouler sur une base comparable dans tous les Etats membres. Faute d'une telle harmonisation, il serait évidemment possible que ces opérations se concentrent sur les marchés ayant un régime plus libéral, tournant les réglementations trop restrictives existant sur certains autres.

CONCLUSIONS

49. 1) Les marchés de valeurs mobilières des pays de la CEE connaissent un problème de fonctionnement qui leur est commun : une étroitesse qui se traduit par la difficulté de réaliser des transactions portant sur un titre donné sans provoquer des mouvements de cours trop marqués.

Il ne sera possible de remédier à cet état de fait que :

— par une possibilité accrue des investisseurs institutionnels de participer au marché;

— par une réorientation vers la bourse des transactions qui s'opèrent en dehors d'elle;

— par l'établissement de communications plus étroites entre les divers marchés tant grâce à l'enrichissement de la cote par l'introduction de valeurs étrangères que par l'arbitrage international.

2) L'introduction de valeurs d'autres pays membres sur les diverses bourses faciliterait la négociation de ces valeurs et en abaisserait le coût.

A cette fin, le groupe d'experts recommande :

— d'éliminer les éventuelles dispositions discriminatoires rendant plus difficile ou plus coûteuse l'introduction en bourse de telles valeurs et d'harmoniser les exigences de publicité et les procédures d'admission à la cote;

— de faciliter l'admission d'un plus grand nombre de valeurs d'autres pays membres sur les marchés bénéficiant de procédures d'admission simplifiées (marché hors cote, ventes publiques supplémentaires, Freiverkehr, mercato ristretto) : leur admission à ces marchés devrait se réaliser sans formalités, lorsqu'elles sont déjà cotées officiellement dans leur pays d'origine;

— de simplifier et d'harmoniser les techniques de cotation et la présentation des cotes, afin de faciliter la connaissance des marchés étrangers et de stimuler l'arbitrage.

3) Afin de faciliter la circulation et la négociation des valeurs, certains aménagements d'ordre technique pourraient être introduits et notamment :

— l'institution d'un « clearing » européen de valeurs mobilières;

— l'adoption de mesures fiscales propres à favoriser la mise en circulation d'actions actuellement immobilisées dans les portefeuilles de sociétés et propres aussi à alléger le coût des transactions;

— une harmonisation des règles concernant les intermédiaires en bourse et notamment une limitation des compensations opérées hors bourse par les établissements de crédit, ainsi que la recherche d'une solution aux problèmes posés par les opérations des administrateurs et dirigeants sur les valeurs de leurs sociétés;

— une adaptation des dispositions en vigueur, afin de permettre la négociation de blocs d'actions dans des conditions de facilité et de sécurité comparables dans tous les Etats membres.

Schéma de prospectus pour l'émission publique de valeurs mobilières ou leur admission à la cote ⁽¹⁾ ⁽²⁾

0. Tout prospectus mentionnera l'identité des personnes qui en assument la responsabilité ou qui assument la responsabilité de certaines parties de celui-ci, ainsi que la qualité en laquelle elles agissent.

1. EMISSIONS PAR OFFRE EN VENTE PUBLIQUE OU OFFRE EN SOUSCRIPTION PUBLIQUE D'ACTIONNAIRES OU D'OBLIGATIONS DE SOCIÉTÉS ⁽³⁾ (FIRST OFFERING)

1.1 Obligations : Le prospectus mentionnera

1.1.1 Quant aux titres faisant l'objet de l'émission et aux droits qui y sont attachés :

- 1.1.1.1 — le montant nominal de l'emprunt;
— le nombre et les caractéristiques des titres représentatifs de celui-ci;
— la résolution de l'organe qui a décidé l'émission de l'emprunt;
- 1.1.1.2 — l'entrée en jouissance;
— le taux et l'échéance des intérêts;
— le rendement actuariel, calculé suivant les diverses possibilités d'amortissement;
— la base de calcul et les modalités d'attribution d'autres avantages éventuels;
- 1.1.1.3 — dispositions fiscales afférentes aux titres émis et notamment à la prise en charge ou à la mise en charge des retenues à la source éventuelles;
- 1.1.1.4 — la durée de l'emprunt; les échéances intercalaires éventuelles;
— le plan et les modalités d'amortissement de l'emprunt (tirage au sort, rachat en bourse, etc.);

⁽¹⁾ Quant au contenu et à la signification du prospectus, voir le chapitre 11.

⁽²⁾ Sans préjudice aux législations nationales en la matière, une dispense de prospectus ou des indications moins détaillées pourraient être prévues lorsque la valeur des titres faisant l'objet de l'émission ou de la demande d'admission à la cote ne dépasse pas (100 000) unités de compte.

⁽³⁾ Pour la notion de société, voir le traité de Rome, art. 58, al. 2.

— les facultés éventuelles de remboursement anticipé et le mode d'imputation des remboursements anticipés sur le plan d'amortissement;

1.1.1.5 — les garanties éventuelles attachées à l'emprunt (description des garanties réelles, indication et portée des garanties éventuellement accordées par les pouvoirs publics ou par d'autres sociétés — voir également sub 9);

1.1.1.6 — les droits spéciaux reconnus aux obligataires; notamment l'engagement éventuel de faire bénéficier les titres de cet emprunt des garanties ou avantages dont serait assorti un emprunt ultérieur, ou l'engagement de ne pas assortir un emprunt ultérieur de garanties spéciales sans en faire bénéficier les titres de l'emprunt émis;

1.1.1.7 — les établissements chargés du service financier de l'emprunt;

1.1.1.8 — la décision de demander ou de ne pas demander l'admission à la cote des titres de l'emprunt; le cas échéant, les diverses bourses à la cote desquelles l'admission sera demandée.

1.1.2 Quant aux modalités de l'opération d'émission :

1.1.2.1 — le droit de préférence éventuel (éventuellement cotation ou autre mode de négociation de ce droit);

1.1.2.2 — le prix d'achat ou de souscription;
— les modalités de paiement du prix d'achat ou de souscription;
— la période au cours de laquelle l'émission est ouverte;
— le montant et la ventilation des frais de l'opération d'émission (global et par titre) et la prise en charge de ces frais;
— les modalités et délais de délivrance des titres;

1.1.2.3 — si l'émission est prise ferme ou si sa bonne fin est garantie, l'identité du preneur ferme ou du garant, la composition de l'underwriting group et les modalités de la prise ferme ou de la garantie;

1.1.2.4 — les établissements chargés de recevoir les souscriptions.

1.1.3 Quant à la société dont les titres font l'objet de l'émission publique :

1.1.3.1 — le nom de la société, la date de la constitution de la société, la durée, le siège social, le capital social et le nombre d'actions, le montant du capital non libéré, la référence aux publications des statuts et de leurs modifications éventuelles;

1.1.3.2 — la description de l'objet et de l'activité de la société;

- 1.1.3.3 — les comptes comparés des trois derniers exercices sociaux (y compris les comptes d'ordre et de répartition) ou des comptes sociaux établis depuis la constitution de la société si celle-ci remonte à moins de trois ans;
 - éventuellement, une situation comptable récente si le dernier bilan remonte à plus de neuf mois;
 - l'affectation du produit de l'émission;
- 1.1.3.4 — les autres emprunts obligataires émis par la société et les garanties éventuelles dont ils seraient assortis;
- 1.1.3.5 — la composition des organes sociaux;
- 1.1.3.6 — la certification par l'organe de contrôle éventuel de la société de l'exactitude — au moins matérielle — des renseignements donnés dans le prospectus.

1.1.4 Quant aux obligations de sociétés étrangères :
le prospectus d'émission mentionnera, en outre :

- sous 1.1.1.1 : la législation applicable aux titres émis et les tribunaux compétents en cas de contestation;
- sous 1.1.1.3 : les retenues fiscales frappant éventuellement les intérêts perçus dans le pays d'origine ou de l'émission par des personnes physiques non résidentes;
- sous 1.1.1.7 : les autorisations éventuelles de transfert de devises obtenues par la société qui émet les titres pour assurer le paiement des intérêts et le remboursement du capital hors du pays.

1.1.5 Quant aux obligations libellées en monnaie étrangère :

- le prospectus d'émission exposera en outre :
- sous 1.1.1.2 : les autorisations éventuelles de change obtenues pour le paiement des intérêts et le remboursement du capital.

1.1.6 Quant aux obligations libellées en monnaie de compte :

le prospectus d'émission mentionnera, en outre :

- sous 1.1.1.2 : le statut contractuel de la monnaie de compte stipulée.

1.2 *Actions ou parts sociales*

1.2.1 *Actions ou parts sociales émises à l'occasion d'une augmentation du capital contre espèces :*

le prospectus mentionnera :

1.2.1.1 **Quant aux titres faisant l'objet de l'émission et aux droits qui y sont attachés :**

- 1.2.1.1.1 — la résolution de l'organe qui a décidé la création des titres;
- 1.2.1.1.2 — le montant de l'augmentation de capital; le nombre et les caractéristiques des titres représentatifs de celle-ci;
- 1.2.1.1.3 — les droits statutaires attachés aux titres nouveaux (vote, répartition, etc.);
 - la date d'entrée en jouissance;
- 1.2.1.1.4 — la décision de demander ou de ne pas demander l'admission à la cote de tout ou partie des titres faisant l'objet de l'émission publique; le cas échéant, les diverses bourses à la cote desquelles l'admission sera demandée;
- 1.2.1.1.5 — les établissements chargés du service financier de la société.

1.2.1.2 **Quant aux modalités de l'opération d'émission :**

- 1.2.1.2.1 — le droit de préférence éventuel (cotation de ce droit);
 - le sort des droits de souscription non exercés;
- 1.2.1.2.2 — le prix d'achat ou de souscription;
 - les modalités de paiement du prix d'achat ou de souscription;
 - les modalités de libération ultérieure des titres non entièrement libérés;
 - la période au cours de laquelle l'émission est ouverte;
 - le nombre de titres faisant l'objet de l'émission;
 - le montant et la ventilation des frais de l'opération d'émission publique;
 - les modalités et délais de délivrance des titres;
- 1.2.1.2.3 — si l'émission est prise ferme ou si sa bonne fin est garantie, l'identité du preneur ferme ou du garant, la composition de l'underwriting group, et les modalités de la prise ferme ou de la garantie;
- 1.2.1.2.4 — les établissements chargés de recevoir les souscriptions.

1.2.1.3 Quant à la société dont les titres font l'objet de l'émission publique :

- 1.2.1.3.1 — le nom de la société, la date de sa constitution, la durée, le siège social, le capital social (éventuellement le capital autorisé et le capital émis), le nombre d'actions, le nombre de titres non représentatifs du capital, les droits attachés aux titres de diverses catégories, notamment le droit de vote, le droit à la répartition du bénéfice et du boni de liquidation, le montant du capital non libéré, la référence aux publications des statuts et de leurs modifications éventuelles;
- l'historique du capital et de sa représentation ainsi que des titres non représentatifs du capital;
- 1.2.1.3.2 — la description de l'objet de l'activité de la société;
- 1.2.1.3.3 — les comptes comparés des trois derniers exercices sociaux (y compris les comptes d'ordre et de répartition) ou des comptes sociaux établis depuis la constitution de la société, si celle-ci remonte à moins de trois ans;
- éventuellement, une situation comptable récente si le dernier bilan remonte à plus de neuf mois;
- 1.2.1.3.4 — les modes d'évaluation utilisés pour l'actif immobilisé, des stocks, des créances, du portefeuille-titres, des autres actifs circulants; les taux d'amortissement appliqués à l'actif immobilisé;
- les modifications que ces modes d'évaluation ou que ces taux auraient subies au cours des trois dernières années et l'incidence de ces modifications;
- 1.2.1.3.5 — la composition du portefeuille-titres (autres que les titres d'emprunt émis par des pouvoirs publics ou sous leur garantie) et ses variations au cours des trois derniers exercices; pour chaque poste sera mentionnée la quotité que représente cette participation dans le total des titres de cette catégorie émis par la société dans laquelle la participation est détenue, pour autant que cette quotité atteigne ou dépasse 5%;
- le bilan et le compte de profits et pertes des sociétés filiales ⁽¹⁾ ainsi qu'une description de leur activité et éventuellement de leurs perspectives, sauf si la situation de ces filiales est intégrée dans un bilan consolidé, publié dans le prospectus d'émission;
- le bilan consolidé de la société et de ses filiales — avec mention des principes et techniques de la consolidation — si une telle intégration se justifie et se recommande;
- 1.2.1.3.6 — les accords industriels et commerciaux, contrats de concessions, etc. ayant une influence marquante sur la marche des affaires sociales; ces accords et contrats seront décrits;

(¹) Pour la notion de filiale et de société « dominante », voir les travaux relatifs à l'harmonisation des garanties accordées aux associés et aux tiers (art. 54, 3, g, du *Traité*).

- le chiffre de production et d'affaires ⁽¹⁾;
 - le programme d'investissement et son financement;
 - l'affectation du produit de l'émission;
- 1.2.1.3.7 — les impôts sur les revenus supportés ou provisionnés par la société au cours des trois derniers exercices;
- 1.2.1.3.8 — la composition des organes de la société;
- le montant global des rémunérations attribuées à quelque titre que ce soit, par frais généraux ou par le compte de répartition, aux membres du conseil d'administration pour le dernier exercice clos ou pour l'exercice en cours;
- 1.2.1.3.9 — tout autre renseignement qui serait prévu par la législation nationale en matière de publication de comptes annuels ou d'informations juridiques;
- 1.2.1.3.10 — la certification par l'organe de contrôle éventuel de la société de l'exactitude — au moins matérielle — des renseignements donnés dans le prospectus.

1.2.2 *Actions ou parts sociales émises contre espèces à l'occasion de la constitution d'une société :*

Le prospectus d'émission comprendra les renseignements qui sont visés sous 1.2.1, à l'exception de ceux relatifs à l'historique du capital et au passé de la société.

1.2.3 *Emissions par offre en vente publique ou offre en souscription publique d'action ou de parts de sociétés étrangères :*

Le prospectus d'émission comprendra les renseignements qui sont visés sous 1.2.1; il mentionnera en outre :

- sous 1.2.1.1.2 : la législation applicable aux titres émis et les tribunaux compétents en cas de contestation;
- sous 1.2.1.1.3 : les retenues fiscales frappant les dividendes perçus dans le pays d'origine par des personnes physiques non résidentes et les autorisations éventuelles de transfert de devises obtenues par la société qui émet les titres pour assurer le paiement des dividendes hors du pays.

⁽¹⁾ Non applicable aux entreprises de caractère financier (banques, caisses d'épargne, sociétés financières, etc.).

2. ADMISSION À LA COTE

2.1 *Admission à la cote de titres ayant fait l'objet au cours de l'année précédant l'admission à la cote d'une émission publique pour laquelle un prospectus d'émission conforme aux dispositions reprises sous 1 a été diffusé :*

La publicité pourra, dans ce cas, être limitée à un complément au prospectus antérieur, constituant une mise à jour de celui-ci.

2.2 *Admission à la cote d'actions créées à la suite de l'incorporation au capital de réserves ou de bénéfices, ou d'obligations attribuées au titre d'intérêt ou de dividende :*

Il n'est pas nécessaire de rédiger un prospectus dans ce cas.

2.3 *Admission à la cote de titres créés en représentation d'une augmentation de capital d'une société dont les titres sont cotés, à la suite de l'absorption d'une société dont les titres étaient cotés dans le même pays ou de titres d'une société issue de la fusion de sociétés, dont les titres étaient cotés :*

Le prospectus d'admission à la cote comportera notamment :

- les rapports justificatifs de la proposition de fusion faite aux assemblées générales respectives des deux sociétés;
- la justification des bases de la fusion;
- les derniers bilans et comptes de profits et pertes des sociétés fusionnées;
- une situation comptable de départ après fusion;
- les perspectives d'avenir et notamment de rémunération des titres.

2.4 *Autres cas d'admission à la cote :*

Le prospectus d'admission à la cote comprendra les renseignements qui sont visés sous 1. et 2.3.

3. OFFRE EN VENTE PUBLIQUE DE TITRES D'UNE SOCIÉTÉ PAR UNE PERSONNE QUI EST TIERS PAR RAPPORT À LA SOCIÉTÉ DONT LES TITRES FONT L'OBJET DE L'OFFRE ET QUI N'AGIT PAS EN QUALITÉ DE PRENEUR FERME (SECONDARY OFFERING)

Le prospectus d'émission contiendra les renseignements prévus sous 1., pour autant que ces renseignements soient à la disposition de l'émetteur. Dans la négative, il sera mentionné explicitement que le prospectus est établi sur la seule base des renseignements à la disposition de l'émetteur.

Il comportera, en outre, les raisons pour lesquelles l'offre en vente publique est faite.

Il contiendra enfin les renseignements suivants sur la personne qui fait l'offre en vente publique, si cette personne est une société :

- son identité complète (voir 1.2.1.3.1);
- ses derniers bilan, compte de profits et pertes et compte de répartition;
- la composition de son portefeuille-titres.

4. EMISSION DE CERTIFICATS (AU PORTEUR) REPRÉSENTATIFS D' ACTIONS (NOMINATIVES); ÉMISSION DE PARTS DE « COMPTOIRS D'ADMINISTRATION » (ADMINISTRATIEKANTOREN)

Le prospectus d'émission mentionnera :

- 4.1 — en ce qui concerne l'émetteur des certificats ou des parts :
- son identité complète (voir 1.2.1.3.1);
 - la description de son objet et de son activité;
 - ses comptes comparés des trois derniers exercices sociaux, y compris les comptes d'ordre et de répartition;
 - la composition des organes sociaux;
 - la ventilation et le montant ou le taux des commissions et frais relatifs à l'émission de certificats ou de parts, au paiement de coupons et à la création de certificats ou parts additionnels ainsi qu'à l'échange des certificats contre les titres originaux.
- 4.2 — en ce qui concerne les certificats eux-mêmes :
- leur statut juridique détaillé; notamment l'exercice du droit de vote et la faculté d'obtenir la conversion des certificats en titres originaux qu'ils recouvrent;
 - leur cotation éventuelle en Bourse.
- 4.3 — en ce qui concerne la société dont les actions sont représentées par les certificats :
- les renseignements visés sous 1.2.

5. EMISSIONS D'OBLIGATIONS CONVERTIBLES EN ACTIONS OU EN PARTS SOCIALES

- 5.1 Le prospectus établi lors de l'émission de ces obligations convertibles mentionnera, outre les renseignements visés sous 1.1.1, 1.1.2 et 1.2.1.3 :
- les époques, conditions et modalités de la conversion;
 - les garanties visant à protéger les droits des titulaires obligations convertibles;

— la liste des emprunts obligataires convertibles en cours avec leurs conditions;

— la cotation éventuelle des titres à provenir de la conversion.

- 5.2 Le prospectus établi lors de l'offre en conversion de ces obligations consistera en une mise à jour du prospectus d'émission. Toutefois, ce prospectus pourra ne faire l'objet que d'un complément constituant mise à jour lorsque l'offre en conversion interviendra moins d'un an après l'émission. Si la période de conversion s'étend sur plusieurs années, les données du prospectus seront mises à jour annuellement.

6. EMISSIONS D'OBLIGATIONS AVEC WARRANTS

Les principes applicables seront les mêmes que pour les émissions d'obligations convertibles visées sous 5, avec en outre

— la description détaillée des caractéristiques et des droits attachés aux warrants;

— les garanties visant à protéger les droits des titulaires de warrants.

7. EMISSIONS D'OBLIGATIONS ÉCHANGEABLES CONTRE DES ACTIONS OU PARTS SOCIALES

Les principes applicables seront les mêmes que pour les émissions d'obligations convertibles en actions ou parts sociales.

8. « WARRANTS »

- 8.1 Attribution de « warrants » à titre gratuit :

Il n'est pas nécessaire de rédiger un prospectus dans ce cas.

- 8.2 Emission par offre en vente publique ou admission à la cote de « warrants » :

Le prospectus établi lors de l'émission ou de l'admission à la cote comprend les renseignements qui sont visés sous 1.2 et, en outre :

— la description détaillée des caractéristiques et des droits attachés aux « warrants »;

— les garanties visant à protéger les droits des titulaires de « warrants ».

- 8.3 Au moment où l'offre en souscription d'actions ou parts à laquelle les « warrants » donnent droit est ouverte, un prospectus est établi comportant les renseignements visés au 1.2.

9. EMISSIONS D' ACTIONS, DE PARTS SOCIALES OU D'OBLIGATIONS D'UNE SOCIÉTÉ GARANTIES PAR UNE AUTRE SOCIÉTÉ

Le prospectus d'émission comporter outre les renseignements visés sous 1. en ce qui concerne les titres émis, les modalités de l'émission et la société dont les titres sont émis, et en ce qui concerne la société garante les renseignements visés sous 1.1.3 ou 1.2.1.3 selon qu'il s'agisse d'obligations ou d'actions.

10. EMISSIONS D'OBLIGATIONS PAR DES SOCIÉTÉS ASSOCIÉES À CET EFFET

10.1 Emission groupée réalisée par une personne morale :

Le prospectus d'émission sera rédigé de façon à mettre en évidence notamment les garanties offertes par les sociétés participant au groupement et les modalités de leurs rapports avec celui-ci.

10.2 Emission groupée réalisée par une association sans personnalité juridique distincte :

Le prospectus comportera :

- les renseignements visés sous 1. en ce qui concerne les titres émis, les modalités de l'émission et chacune des sociétés pour compte desquelles l'association agit;
- la description du contrat d'association;
- les droits du titulaire contre chacune des sociétés associées.

11. OFFRES PUBLIQUES D'ÉCHANGE D' ACTIONS OU DE PARTS SOCIALES

Le prospectus rédigé à cette occasion contiendra, en ce qui concerne la société qui fait l'offre publique, les renseignements visés sous 1.2.

En outre, il mentionnera :

- le but de l'opération;
- les renseignements visés sous 1.2.1.3, en ce qui concerne la société dont les titres font l'objet de l'offre d'échange pour autant que ces renseignements soient à la disposition de la société qui fait l'offre publique;
- la justification des proportions d'échange.

12. OFFRES PUBLIQUES D'ACHAT D' ACTIONS OU DE PARTS SOCIALES CONTRE ESPECE (TAKE OVER BIDS)

Le prospectus rédigé à cette occasion mentionnera :

- l'identité complète de la société qui fait l'offre publique (voir 1.2.1.3.1);
- l'exposé de l'offre;
- les conditions, modalités et délai de l'offre;

- le but de l'opération;
- la justification du prix offert;
- les renseignements visés sous 1.2.1.3 en ce qui concerne la société dont les titres font l'objet de l'offre d'achat pour autant que ces renseignements soient à la disposition de la société qui fait l'offre publique. Dans la négative, il sera mentionné explicitement que le prospectus est établi sur la seule base des renseignements à la disposition de la société qui fait l'offre;
- les établissements guichets.

13. EMISSIONS D'OBLIGATIONS FAITES PAR LES POUVOIRS PUBLICS NATIONAUX, ÉTRANGERS OU INTERNATIONAUX

Le prospectus d'émission mentionnera les renseignements visés sous 1.1.1 et 1.1.2.

14. EMISSION PUBLIQUE OU ADMISSION À LA COTE D'ACTIONS OU DE PARTS DE FONDS COMMUNS DE PLACEMENT

14.1 *Fonds communs de placement constitué sous la forme d'une indivision*

Le prospectus comportera :

14.1.1 **Quant au fonds :**

- 14.1.1.1 — la dénomination, la nature juridique, la date de constitution du fonds et la durée pour laquelle il a été constitué; le siège de la gestion; la législation sous l'empire de laquelle le fonds est constitué et fonctionne. Si les statuts et, éventuellement, le règlement de gestion du fonds ne sont pas repris intégralement dans le prospectus, la référence au mode de publicité qu'ils ont reçu ainsi que l'endroit ou la publication où leur texte peut être consulté par tout intéressé;
- 14.1.1.2 — les compétences et la procédure pour la modification éventuelle des statuts ou du règlement de gestion;
- 14.1.1.3 — les objectifs généraux du fonds (par exemple fonds universel, fonds spécialisé suivant la nature des valeurs, etc.);
- 14.1.1.4 — les règles statutaires relatives aux placements, à l'acquisition et à la cession de titres par le fonds;
- 14.1.1.5 — la politique de placement suivie; au moment de la constitution du fonds cette mention sera remplacée par l'indication de la politique de placement que l'on se propose de suivre;

- 14.1.1.6 — l'identité complète :
- du ou des organismes chargés de la détention et de la conservation des valeurs du fonds et de l'exécution des décisions de gestion;
 - du ou des organismes chargés du service financier du fonds (réception de demandes d'entrée dans le fonds ou de sortie du fonds; paiement des revenus, etc.);
- les obligations assumées par ces organismes et les garanties éventuelles attachées à ces obligations;
- 14.1.1.7 — la périodicité d'établissement de l'état du patrimoine et du compte de revenus et de charges, les modes de vérification et la publicité de ces état et compte et du rapport de vérification;
- 14.1.1.8 — l'affectation statutaire du solde du compte de revenus et des charges (répartition - réinvestissement);
- la faculté statutaire éventuelle de répartition de plus-values et, en cas, le mode de détermination des plus-values répartissables et le mode de répartition (en espèces ou en titres) des plus-values;
- 14.1.1.9 — le dernier état du patrimoine :
- le relevé, détaillé par poste, des avoirs du fonds avec mention pour chacun d'eux du pourcentage qu'il représente par rapport à la valeur globale du fonds;
 - les divers modes d'évaluation retenus, par catégories;
 - l'indication du pourcentage que représentent les valeurs détenues par le fonds par rapport au total des titres de même catégorie émis par la même société ou le même organisme, si ce pourcentage dépasse 1%;
 - le nombre de parts en circulation;
 - la valeur d'inventaire de la part;
- 14.1.1.10 — le dernier compte de revenus et de charges;
- 14.1.1.11 — le cas échéant, le montant des plus-values répartissables et réparties;
- 14.1.1.12 — l'évolution au cours des cinq dernières années (ou depuis la constitution du fonds si celle-ci ne remonte pas à cette période) :
- du patrimoine net du fonds;
 - de la valeur d'inventaire de la part;
 - du solde du compte des revenus et charges;
 - des revenus répartis ou capitalisés;
 - des plus-values répartissables et réparties en espèces et en titres;
- les modifications éventuelles apportées aux modes d'évaluation et leur influence sur les comptes;
- 14.1.1.13 — les titres acquis et cédés au cours des douze derniers mois.

14.1.2 Quant à la souscription et au remboursement des parts et quant aux droits attachés aux parts :

- 14.1.2.1 — le mode de fixation de la valeur d'inventaire de la part;
- 14.1.2.2 — le mode de fixation du prix de souscription et de remboursement, et la ventilation, par catégories de frais et charges, de la différence entre la valeur d'inventaire de la part et le prix de souscription et de remboursement;
- 14.1.2.3 — les dates, jours ou périodes où les souscriptions ou demandes de remboursement sont reçues; l'énumération limitative des conditions dans lesquelles les demandes de remboursement peuvent éventuellement et, en vertu des statuts, être refusées, fractionnées ou reportées;
- 14.1.2.4 — le droit de vote éventuel attaché aux parts;
- 14.1.2.5 — si les parts du fonds sont cotées, les critères et modalités d'intervention éventuelle en bourse par l'émission ou le rachat de parts pour le compte du fonds;
- 14.1.2.6 — si la souscription des parts est offerte dans le cadre d'un plan systématique d'investissement ou de placement, l'énumération des droits et obligations du souscripteur à ce plan et la mention explicite des clauses prohibant l'interruption par le souscripteur de ses versements ou le remboursement immédiat des parts qu'il détient ainsi que, le cas échéant, les dédommagements prévus en un tel cas;
- 14.1.2.7 — si ce plan systématique est assorti d'un contrat d'assurance décès, les droits et obligations respectifs de l'assuré et de l'assureur, la dénomination de l'organisme assureur, les tables de mortalité et les taux de capitalisation ayant servi de base à l'établissement de la prime d'assurance;
- 14.1.2.8 — le montant et le mode de calcul des commissions, charges et frais, stipulés en faveur du gérant, du dépositaire ou d'un tiers et relatif à la gestion du fonds et à la répartition des revenus ou plus-values, ainsi que le mode d'imputation (au capital du fonds ou aux revenus) de ces commissions, frais et charges;
- 14.1.2.9 — les établissements chargés du service financier du fonds;
- 14.1.2.10 — les retenues fiscales opérées dans le pays d'origine sur les répartitions de revenus et de plus-values.

14.1.3 Quant à la société de gestion du fonds :

- 14.1.3.1 — la dénomination, la date de constitution, la nationalité, le siège social et l'objet social; la référence aux publications des statuts et des actes modificatifs de ceux-ci;

- 14.1.3.2 — le montant du capital social et la représentation de celui-ci;
- 14.1.3.3 — le montant du capital non libéré; l'identité des titulaires d'actions non entièrement libérées et mention de leur dette de libération;
- 14.1.3.4 — l'activité de la société;
- 14.1.3.5 — la composition des organes sociaux et du comité de placement éventuel;
- 14.1.3.6 — les derniers bilan et compte de profits et pertes.

14.2 *Fonds communs de placement constitué sous la forme de société*

Le prospectus mentionnera :

14.2.1 *Quant à la société :*

- 14.2.1.1 — la dénomination, la date de constitution et la durée de la société, la nationalité, le siège et l'objet social, la référence aux publications des statuts et des actes modificatifs de ceux-ci;
- 14.2.1.2 selon le cas :
 - le montant du capital autorisé et du capital émis;
 - les pouvoirs et procédures relatifs à la modification du capital autorisé;
 - le montant du capital fixe et les pouvoirs et procédures relatifs à la modification du capital;
- 14.2.1.3 — les derniers bilan, compte de profits et pertes et compte de répartition;
- 14.2.1.4 — les renseignements visés sous 14.1.1.3 à 14.1.1.9, 14.1.1.11 et 14.1.1.13;
- 14.2.1.5 pour les trois dernières années (ou depuis la constitution de la société si celle-ci ne remonte pas à trois ans) :
 - les bilans, comptes de profits et pertes;
 - le nombre de titres en circulation;
 - les revenus répartis, réserves ou capitalisés;
 - les plus-values répartis et réparties en espèces ou en titres;
 - les modifications éventuelles apportées aux modes d'évaluation et l'influence de ces modifications sur les comptes;
- 14.2.1.6 — les renseignements visés sous 1.2.1.3.7 à 1.2.1.3.9.

14.2.2 Quant à l'émission d'actions nouvelles, au rachat d'actions et aux droits qui y sont attachés :

- 14.2.2.1 — les pouvoirs et procédure relatifs à l'émission d'actions nouvelles;
- 14.2.2.2 — si l'émission de parts nouvelles se fait par le canal de la bourse, les critères et modalités relatifs à l'émission de parts nouvelles compte tenu de la valeur d'inventaire de l'action;
- 14.2.2.3 — si l'émission de parts nouvelles se fait hors bourse, le mode de fixation du prix d'émission et la ventilation, par catégories de frais et de charges de la différence entre la valeur d'inventaire de l'action et le prix d'émission;
- 14.2.2.4 — les dates, jours ou périodes où les souscriptions sont reçues;
- 14.2.2.5 — le droit éventuel de souscription préférentielle;
- 14.2.2.6 — les droits attachés aux actions; s'il existe plusieurs catégories d'actions ou de titres, les droits attachés à chacune d'elles;
- 14.2.2.7 — les renseignements visés sous 14.1.2.6, 14.1.2.7, 14.1.2.9 et 14.1.2.10;
- 14.2.2.8 — le droit éventuel des titulaires à demander le remboursement de leurs actions; limitations et conditions éventuelles de ce droit;
- 14.2.2.9 — la faculté éventuelle pour la société d'acquérir en bourse ou hors bourse ses propres actions;
- 14.2.2.10 — en cas de rachat par la société de ses propres actions, le mode de fixation du prix d'achat hors bourse et les critères et modalités relatifs au rachat en bourse, compte tenu de la valeur d'inventaire de l'action;
- 14.2.2.11 — la faculté éventuelle pour la société de conserver en portefeuille ses propres titres qu'elle aurait acquis; les conditions et limites éventuelles relatives à cette détention; l'exercice des droits sociaux attachés aux actions propres détenues en portefeuille.

CINQUIÈME PARTIE

LA RÉDUCTION DES INÉGALITÉS DANS L'ACCÈS AU MARCHÉ EUROPÉEN DES CAPITAUX

Nombre d'entraves actuelles aux opérations financières internationales intéressent plusieurs secteurs du marché des capitaux : en procédant uniquement à des analyses successives de ces secteurs, on risquerait de perdre la vue d'ensemble de certains problèmes. C'est pourquoi, le groupe d'experts a estimé opportun d'en traiter de façon systématique dans une cinquième partie.

Pour réduire les inégalités dans l'accès au marché européen des capitaux, il s'agit en premier lieu de donner aux institutions financières la possibilité de jouer sur le marché européen un rôle comparable à leur rôle actuel sur les marchés nationaux, dans des conditions de concurrence qui ne soient pas affectées par des divergences trop marquées entre leurs régimes de fonctionnement et de contrôle.

Le risque de change que peuvent comporter les opérations financières internationales ne disparaîtra formellement que le jour où une union monétaire sera établie au sein de la Communauté. En attendant, il continue à poser des problèmes dont la nature et la gravité peuvent d'ailleurs différer selon les catégories d'emprunteurs et de bailleurs de fonds. Le groupe d'experts a recherché, parmi les solutions permettant de surmonter l'obstacle du risque de change, celles qui pourraient apporter une contribution positive au développement des transactions financières internationales sans pour autant constituer un élément de perturbation des marchés financiers nationaux.

Les différences entre les régimes fiscaux applicables aux opérations de prêt, de placement et d'émission, et les doubles impositions internationales qui, souvent, les accompagnent, sont peut-être la cause la plus fréquente de distorsions dans la circulation des capitaux. Ayant procédé à une étude comparative de l'incidence de la fiscalité sur les opérations financières internationales les plus significatives pour le développement d'un marché européen des capitaux, le groupe d'experts s'est efforcé de dégager les mesures qui permettraient de traduire en pratique le principe d'une neutralité des systèmes fiscaux et d'éviter qu'ils puissent avoir une incidence sur les mouvements internationaux de capitaux.

LES DISPARITÉS DANS LES RÉGIMES DE FONCTIONNEMENT ET DE
CONTRÔLE DES INSTITUTIONS FINANCIÈRES

Introduction

1. L'intégration des marchés financiers européens implique la participation active des organismes financiers aux mouvements de capitaux entre les différents pays de la Communauté. En effet, dans chacun des marchés nationaux, les opérations des intermédiaires financiers jouent un rôle prédominant; il devrait en être de même dans un marché européen intégré.

Il ne suffit donc pas que les particuliers soient libres d'effectuer toutes les opérations entraînant des mouvements de capitaux d'un pays à l'autre. Pour que se forme un marché européen large et efficient, il faut que les organismes financiers puissent y jouer le même rôle que dans chacun des marchés nationaux, tant pour la collecte des ressources que pour la distribution des fonds.

2. Les obstacles qui empêchent les intermédiaires financiers de participer à la création d'un marché européen des capitaux sont multiples. Ceux qui découlent du contrôle des changes, des législations fiscales, du risque de change, sont traités dans d'autres chapitres puisqu'ils concernent aussi bien les mouvements de capitaux réalisés par les particuliers. A ces obstacles s'ajoutent pour les organismes financiers d'autres contraintes susceptibles de freiner leur contribution active à la création d'un marché européen : elles résultent des règles de fonctionnement et des régimes de contrôle qui leur sont imposés par les législations ou les autorités administratives.

3. L'objet de ce chapitre est de présenter les principales caractéristiques de ces règles de fonctionnement et de ces régimes de contrôle et d'examiner dans quelle mesure ils sont susceptibles de créer des distorsions de concurrence entre les institutions et, par là, de ralentir la création d'un marché financier européen des capitaux.

Après quelques remarques éclairant la nature du problème et des solutions proposées, seront examinées successivement les réglementations concernant :

- les banques;
- les institutions spécialisées dans le crédit à moyen et à long terme;
- les caisses d'épargne et leurs organismes centraux;
- les compagnies d'assurance vie.

I. Les principes et les méthodes des adaptations requises

A. L'ORIGINE HISTORIQUE ET LA NATURE DES LIMITATIONS IMPOSÉES AUX INSTITUTIONS FINANCIÈRES

4. Dans la plupart des pays membres, les règles actuelles de fonctionnement et de contrôle des banques trouvent leur origine dans les mesures édictées pour pallier les effets de la grande crise économique de l'entre-deux-guerres. Ces réglementations ont été progressivement affinées à mesure que croissait le rôle de l'Etat dans la vie économique.

5. Les institutions qui, telles les banques de dépôt, sont créatrices de monnaie, se trouvent dans le cadre des politiques conjoncturelles, soumises de la part des autorités à diverses réglementations et contrôles; ceux-ci s'inspirent soit de considérations de politique monétaire (limitation de la création de monnaie et contrôle par la banque centrale de l'expansion du crédit, équilibre extérieur et stabilité des changes, stabilité des prix intérieurs), soit d'un souci de protection des déposants (gestion correcte des banques du point de vue de la sécurité et de la liquidité), soit encore d'un désir de réaliser certains objectifs politiques au sens large (séparation des activités de crédit et des activités de participation de la banque mixte pour éviter qu'elles ne prennent des risques excessifs et une emprise excessive sur la vie économique; mesures d'opposition à la concentration bancaire; nationalisation des grandes banques de dépôt). On peut considérer comme relevant d'une préoccupation similaire les règles visant à l'alimentation automatique du Trésor.

6. Aux intermédiaires financiers non monétaires (caisses d'épargne, compagnies d'assurances, institutions spécialisées) sont appliquées des règles qui relèvent plus spécifiquement du critère « protection de l'épargne » et qui paraissent inspirées, dès lors, de considérations plus sociales qu'économiques, encore que derrière cette justification existe actuellement bien souvent la préoccupation des autorités de réserver une partie substantielle des ressources dont disposent ces organismes pour assurer le financement d'objectifs considérés comme prioritaires.

Ceci est particulièrement vrai pour les organismes financiers du secteur public qui ont été créés dans le but de satisfaire certains besoins spécifiques de caractère social (encourager et garantir contre tous risques l'épargne modeste, favoriser l'accession à la petite propriété, financer les petites entreprises, etc.). Dans la mesure où ces organismes ne sont pas allés au-delà de leurs objectifs initiaux, leur activité de crédit est forcément cloisonnée, ce qui restreint la possibilité de les insérer dans un marché européen, si ce n'est par le biais de leur refinancement.

Dans d'autres cas, les règles se teignent souvent aussi de considérations de politique économique : il peut s'agir, par exemple, de réaliser une certaine spécialisation de leurs activités afin d'éviter que leur influence dans le domaine réservé aux institutions monétaires ne contredise la politique de la Banque centrale; on peut aussi viser à associer ces importants collecteurs de fonds au financement d'objectifs définis dans le cadre d'une politique d'investissement.

B. L'OPTIQUE DU CHAPITRE

7. Même si les distorsions actuelles résultant de la fiscalité ou du contrôle des changes étaient supprimées, la concurrence entre institutions similaires des différents pays de la CEE demeurerait inégale, en raison des disparités existant dans leurs règles de fonctionnement.

Certes, cette inégalité n'implique pas nécessairement que l'on écarte l'idée même d'une concurrence et, par conséquent, la possibilité de réaliser un marché européen des capitaux. Il est, en effet, concevable que la concurrence s'exerce entre institutions de types différents dans les divers secteurs. Ainsi, par exemple, on peut imaginer que le financement de la construction soit ici du ressort des caisses d'épargne, ailleurs du ressort des banques, ailleurs encore du ressort d'un organisme public spécialisé. L'intégration des marchés se réaliserait à condition qu'il y ait concurrence entre institutions appartenant à des pays différents, même si ces institutions n'étaient pas de même nature.

8. Néanmoins, cette approche se heurterait à de nombreuses difficultés d'ordre pratique. On constate, dans chacun des pays de la CEE, une tendance accrue de la part de chaque type d'intermédiaires financiers à élargir sa gamme d'activité, tant pour les opérations actives que pour la collecte des fonds. Cette évolution semble fondamentale, et admise par les autorités nationales. Elle découle de la dynamique interne du développement des institutions qui désirent faire face aux besoins d'un monde industriel et commercial en profonde mutation. Il est difficile d'imaginer que ce développement puisse être arrêté sur le plan international, alors qu'il est si puissant sur les marchés nationaux. Face à des marchés des capitaux plus larges et plus libres, chaque institution essaiera de développer sa capacité concurrentielle dans tous les champs d'activité qui sont déjà couverts par des institutions de type similaire dans les autres pays de la Communauté. On assistera ainsi à une tendance inéluctable, sous la pression politique comme sous celle du développement intérieur des entreprises, à une certaine harmonisation des règles de fonctionnement et du régime de contrôle de chaque catégorie d'intermédiaires financiers.

9. Le groupe d'experts considère qu'il serait opportun de procéder systématiquement à ces harmonisations plutôt que de les laisser se développer au gré de pressions locales. Certes, le groupe ne recommande pas l'harmonisation complète des règles de fonctionnement à travers toute la Communauté, mais il estime que l'élimination des divergences fondamentales est une condition essentielle à l'intégration des marchés européens des capitaux.

II. Les banques

10. Les principales règles de fonctionnement imposées aux banques et susceptibles d'affecter la concurrence internationale concernent les opérations de collecte et d'emploi des fonds. Cette section regroupe d'abord ces règles en quelques catégories sui-

vant les motivations auxquelles elles répondent, et détermine ensuite dans quelle mesure et à quelles conditions elles peuvent être maintenues dans un marché intégré⁽¹⁾.

A. LES RÈGLES RELATIVES À LA COLLECTE DES FONDS

11. Il n'existe pas de divergences importantes concernant la gamme des opérations auxquelles les banques peuvent recourir pour collecter des fonds mais, en pratique, certaines opérations peuvent être considérablement limitées par les avantages qui accompagnent les opérations similaires d'autres institutions (garantie d'Etat, régime fiscal plus favorable).

12. Il existe, par contre, un problème de taux. Sauf aux Pays-Bas et, lorsqu'il s'agit de sommes très importantes, en Allemagne, les taux auxquels les banques peuvent rémunérer les dépôts qu'elles reçoivent du public sont réglementés par les pouvoirs publics ou font l'objet d'accords interbancaires généralement supervisés par eux. Les motivations auxquelles répondent les régimes de taux créditeurs sont multiples et différents d'ailleurs selon les taux considérés.

Les taux imposés ou convenus sont généralement en droit des taux maximaux; ce sont normalement aussi les taux effectivement pratiqués. Les limites qu'ils imposent à la surenchère des banques pour l'obtention des dépôts répondaient à l'origine au souci d'éviter une concurrence susceptible de mettre en péril la sécurité des dépôts. Ce motif se doublait du désir de permettre aux banques d'accorder les crédits à des taux raisonnables.

Certaines limitations peuvent aussi avoir pour but de réduire l'intervention des banques sur certains marchés où l'Etat entend donner la priorité à la collecte des fonds par les pouvoirs publics ou par d'autres institutions financières, dont les placements répondent à certains objectifs de politique économique ou sociale : ce type de motivation vaut surtout pour les limites imposées aux taux auxquels les banques peuvent émettre des obligations ou des bons de caisse et rémunérer des dépôts d'épargne. En ce qui concerne ces derniers, les règles concernant les taux sont souvent combinées avec des dispositions spécifiant certains plafonds au-delà desquels ces dépôts reçoivent une rémunération moins élevée que les taux de base.

Enfin, certaines règles concernant les taux créditeurs répondent à des considérations de politique monétaire : interdiction de rémunérer les dépôts à vue ou à court terme en provenance de l'étranger, liaison des taux créditeurs au taux d'escompte de la banque centrale.

A mesure que disparaîtront les obstacles aux transactions internationales, le fait de devoir respecter des taux inférieurs à ceux offerts par des institutions étrangères concurrentes pourra empêcher les banques de réaliser certaines opérations, surtout parmi celles qui portent sur des montants relativement importants et qui, normalement, en-

(1) Le tableau n° 29 montre comment la diversité des règles nationales a conduit dans les pays de la Communauté à des emplois très différents des ressources des banques.

traînent pour la banque les coûts de fonctionnement les plus bas. Dans la mesure où les maximums ont été fixés en vue de faciliter la collecte de fonds par d'autres institutions ou par les pouvoirs publics, ceux-ci ressentiront pareillement l'effet de la concurrence étrangère, ce qui limitera l'intérêt de maintenir des taux inférieurs à ceux pratiqués dans d'autres pays.

B. LES RÈGLES RELATIVES À L'EMPLOI DES FONDS

13. L'emploi des fonds peut, comme la collecte, être soumis à certaines prescriptions légales ou réglementaires en matière de taux. L'Italie connaît des taux minimaux pour les crédits octroyés par les banques. Ce type de règle a pour but principal d'éviter une concurrence ruineuse pouvant nuire à la sécurité du système bancaire. Il n'affecte la position des banques de ces pays dans la concurrence internationale que si les minimums sont supérieurs aux taux pratiqués pour les mêmes opérations par les concurrents étrangers.

En Allemagne et au Luxembourg, il existe au contraire des taux maximaux et, en Belgique, la possibilité d'introduire des maximums est expressément prévue. L'existence de ces maximums a principalement pour but d'éviter un coût trop élevé des opérations que les crédits en cause servent à financer. Ils ne jouent normalement qu'en période de forte demande et entraînent à ce moment un problème de « rationnement » des crédits par les banques.

14. Mais, bien plus que par les règles prévalant en matière de taux, l'emploi des fonds des banques est limité par une série de règles qui définissent directement les quotités minimales obligatoires ou les quotités autorisées de certains types d'actifs.

15. Suivant les pays, on trouve défini un plus ou moins grand nombre de coefficients qui, tout en répondant à des objectifs similaires, ont, de pays à pays, une incidence très variable :

— coefficient de réserve obligatoire imposant le blocage (rémunéré ou non) d'une certaine fraction des moyens recueillis;

— coefficient de trésorerie ou de liquidité qui établit un rapport minimum entre les avoirs liquides ou immédiatement mobilisables et les engagements;

— coefficient de couverture imposant la détention d'une certaine quotité d'effets ou de fonds publics;

— coefficient de transformation qui établit un rapport maximal entre le montant des immobilisations et des participations, d'une part, et le montant des capitaux propres et des ressources à long, moyen et court terme, d'autre part;

— ratio de solvabilité qui établit un rapport maximum entre le montant des engagements envers les tiers figurant au bilan ou hors bilan et le montant des capitaux propres;

— ratio de division des risques qui limite le montant des crédits qu'une banque peut accorder à une même entreprise;

— limitation des participations détenues par les banques à un certain pourcentage du capital d'entreprises non financières (ou interdiction pure et simple de telles participations).

16. D'autres réglementations peuvent avoir des effets indirects sur la composition des actifs. Ce sont celles qui définissent les catégories d'effets et titres réescomptables ou mobilisables près de la banque centrale et, le cas échéant, les limites dans lesquelles le réescompte est autorisé (plafonds). Sont susceptibles d'exercer des effets du même ordre les règles « d'encadrement » des crédits qui limitent la progression de certains types de crédits.

17. Des cas d'inégalité de concurrence se présentent non seulement en matière d'exercice du crédit à moyen et à long terme qui, comme on l'a vu au chapitre 7, reste soumis à des limitations dans certains pays, mais particulièrement en matière de détention d'actions et d'obligations de sociétés industrielles et commerciales.

En France, en Italie et en Belgique, le principe de la séparation de la banque de dépôt et de la banque d'affaires constitue une différence majeure qui peut entraîner certains handicaps, notamment dans le domaine du financement à risques de l'industrie, des transactions sur valeur mobilières et parfois de la participation efficace des banques, en tant qu'intermédiaires, dans les émissions de valeurs mobilières.

Pour la Belgique, un récent projet de loi vient de proposer des modifications importantes dont découlerait une application moins rigide du principe de la séparation de la banque de dépôt et de la banque d'affaires. Les banques de dépôt seraient habilitées à détenir des obligations, sans limitation dans le temps, et pourraient conserver, lors de leur émission, des actions pendant un an ou éventuellement plus longtemps avec l'autorisation de la commission bancaire. L'exposé des motifs indique clairement l'intention du gouvernement d'inciter les banques à jouer un rôle plus actif, en tant qu'intermédiaires, dans le marché des valeurs mobilières.

En France, les banques de dépôt ne peuvent dépasser une limite de 75% de leurs ressources propres dans les participations, souscriptions fermes à des actions ou des parts émises par des entreprises. Elles ne peuvent détenir plus de 10% du capital de ces entreprises, sauf si ce sont des entreprises, sociétés immobilières ou sociétés de services nécessaires à l'exploitation de la banque. Par contre, les banques d'affaires, qui sont, depuis peu, autorisées à accepter tous les dépôts du public ne connaissent, à concurrence de leurs fonds propres, aucune limitation à l'égard de la détention de ces titres. Elles peuvent même en détenir au-delà de leurs fonds propres lorsque leurs ressources répondent à certaines conditions de stabilité. On ne peut toutefois pas oublier que les banques d'affaires se trouvent pour la collecte des dépôts dans une situation défavorable vis-à-vis des grandes banques, qui disposent d'un réseau étendu de succursales et de guichets.

En Italie, le statut légal des banques ne leur interdit pas de détenir des obligations, ni des actions cotées en bourse italienne, mais uniquement (pour ces dernières) « dans la mesure requise par les rapports avec la clientèle ».

Aux Pays-Bas, les banques commerciales sont totalement libres d'effectuer des placements en actions ou en obligations, dans le respect, bien entendu, des règles de sol-

vabilité et de liquidité. Cependant, les banques ne peuvent prendre de participations dans des institutions de crédit, sauf approbation de la banque centrale. A l'occasion de fusions récentes, la banque centrale a obtenu des banques intéressées que son autorisation préalable devienne de règle pour toute prise de participation directe ou indirecte dépassant 5% du capital d'une entreprise.

L'Allemagne et le Luxembourg sont les pays où les banques jouissent de la plus grande liberté de détenir des actions et des obligations.

CONCLUSIONS

18. 1) La nécessité de réaliser un certain équilibre entre les règles qui régissent la gestion des passifs et celles qui concernent la nature des actifs renforce l'exigence d'harmonisation. Si l'on maintient la diversité des systèmes actuels, on suscitera entre banques des différents pays des problèmes de concurrence analogues à ceux qui existent, parfois aigus, entre institutions différentes d'un même pays.

2) Le groupe d'experts recommande donc que soit mise à l'étude l'harmonisation progressive des règles de fonctionnement et des régimes de contrôle applicables aux banques opérant dans la CEE. Cette harmonisation devrait porter, en particulier, sur :

— l'établissement de règles communes en matière de taux en particulier pour la collecte des dépôts;

— le rapprochement graduel des législations relatives aux règles d'équilibre entre les structures du passif et de l'actif des banques;

— le rapprochement des règles concernant le droit des banques de conserver dans leur portefeuille des valeurs mobilières émises par des sociétés industrielles et commerciales.

3) Enfin, le groupe rappelle que certaines de ces recommandations — dont celles qui concernent l'unification de la politique des taux sur les dépôts — ne pourraient être réalisées que dans l'hypothèse d'une harmonisation effective des politiques monétaires, comme il a été dit au chapitre 4. Cette harmonisation lèverait l'hypothèque des inégalités de concurrence résultant directement ou indirectement de divergences dans l'emploi des instruments de la politique monétaire.

III. Les institutions spécialisées dans le crédit à moyen et à long terme

19. Il y a dans tous les Etats membres des institutions à statut spécial ayant une vocation particulière dans le domaine du financement à moyen et à long terme, soit de l'équipement industriel, soit du logement, soit de l'équipement des collectivités locales ou encore de secteurs particuliers de l'économie (voir tableau n° 30). Elles ont toutefois des caractéristiques différentes du point de vue de leur mode d'opération et des contraintes ou avantages relatifs à leurs activités. Le rôle que ces institutions pourraient jouer dans le cadre d'un marché européen des capitaux a déjà été traité, aux chapitres 7 et 8, notamment pour le crédit industriel et le crédit pour le logement

et l'équipement des collectivités locales : restent donc à considérer les problèmes résultant éventuellement, pour la concurrence, des avantages et contraintes mentionnés.

20. A la différence des banques et des caisses d'épargne et organismes similaires, les institutions financières spécialisées n'acceptent normalement pas de dépôts du public, mais se financent par émission d'emprunts obligataires et par emprunts privés auprès d'autres organismes financiers ou des pouvoirs publics.

Mis à part le cas où ces institutions bénéficient d'un financement direct par l'Etat, elles pourraient être désavantagées par le coût de leurs modes de financement lorsqu'elles se trouvent en concurrence pour certains emplois de leurs fonds avec des organismes jouissant de larges facultés de transformation. Par contre, elles trouvent dans leur spécialisation certains avantages pour les types d'emplois dont l'administration pose des problèmes particuliers : prêts hypothécaires, prêts à la consommation, opérations de crédit-bail, etc. En effet, il n'est pas rare de voir des organismes financiers auxquels leurs statuts n'interdisent pas ces opérations les confier plutôt à des filiales et éventuellement même, lorsque la dimension du marché l'impose, à des filiales communes à plusieurs de ces organismes, qui restent néanmoins en concurrence pour d'autres opérations.

21. A côté des institutions dont la spécialisation répond uniquement à des considérations économiques, il en est d'autres dont la spécialisation est surtout l'expression d'une volonté politique de favoriser ou de contrôler plus étroitement certaines catégories d'opérations. Le financement des mêmes opérations n'est généralement pas interdit à certaines institutions du secteur privé, mais le fonctionnement des institutions du secteur public s'appuie alors sur des avantages destinés à leur permettre de se financer à des conditions plus avantageuses ou plus aisées : garantie de l'Etat pour les emprunts qu'elles émettent, droit d'attirer l'épargne par des privilèges fiscaux ou par des taux plus élevés que les taux fixés d'autorité à un niveau inférieur pour les autres organismes financiers, exemptions d'impôts, subventions directes de l'Etat.

22. Le problème n'est pas tellement de savoir si les particularités actuelles de ces organismes entravent éventuellement leur insertion dans un système de concurrence internationale, mais si leur situation souvent privilégiée n'empêche pas d'autres institutions d'exercer les mêmes activités. Il est vraisemblable que cela ne soit pas le cas pour les institutions dont la spécialisation a une origine purement technique, mais plutôt pour celles qui constituent des instruments de la politique économique.

Il ne relève pas de la compétence du groupe d'experts d'apprécier l'opportunité de poursuivre des buts particuliers de politique économique. La réalité témoigne cependant que des organismes, créés pour remplir une mission déterminée qui justifiait des privilèges, tendent parfois à développer leurs activités dans de nouveaux domaines tout en conservant leurs privilèges, qui n'ont alors plus de justification et donnent ainsi naissance à des distorsions de concurrence.

Si les établissements privilégiés en vue de leurs activités nationales gardaient directement ou indirectement leurs avantages dans les activités nouvelles qui pourraient leur être conférées dans un marché européen, ces distorsions de concurrence pourraient se répercuter sur ce marché.

CONCLUSIONS

23. 1) Des recommandations quant à l'activité des institutions spécialisées de crédit devraient se faire cas par cas et pays par pays en respectant la vocation économique et sociale particulière des établissements à statut spécial et après avoir pesé les avantages à espérer de telle ou telle mesure du point de vue de l'intégration européenne et les inconvénients que cette même mesure pourrait avoir pour le fonctionnement interne des marchés.

2) Sur un plan général toutefois, il est nécessaire de répéter que les avantages dont jouissent ces institutions se justifient dans la mesure où ils constituent la contrepartie de charges ou d'obligations spécifiques pesant sur elles. Il conviendrait donc d'en étendre le bénéfice à toutes les institutions auxquelles seraient imposées les mêmes contraintes et obligations et de veiller d'autre part à ce que cet équilibre, une fois atteint, ne soit pas modifié.

IV. Les caisses d'épargne et leurs organismes centraux

24. A l'origine, les caisses d'épargne n'étaient pas des institutions commerciales de crédit, mais des institutions ayant des buts sociaux auxquelles on accordait certains privilèges et qui, par ailleurs, étaient soumises à certaines limitations dans leurs activités. Aujourd'hui, dans tous les Etats membres, bien que le champ d'action des caisses d'épargne ait progressé différemment, cette étape primitive peut être considérée comme révolue. En Allemagne, en Italie et au Luxembourg surtout, les caisses d'épargne se rapprochent beaucoup, dans leurs possibilités d'action, des banques et des institutions de crédit semblables.

Elles revêtent dans tous les Etats membres une importance particulière. Le réseau des guichets des caisses d'épargne ordinaires est, dans certains pays, plus large que celui de toutes les autres institutions de crédit. Cette constatation vaut à fortiori si l'on tient compte des guichets postaux qui forment le réseau des caisses d'épargne postales. Le volume des fonds gérés par les organismes d'épargne est particulièrement important en Allemagne, au Luxembourg et en Italie (tableau n° 28).

A. LES SYSTÈMES DES CAISSES D'ÉPARGNE DANS LES ETATS MEMBRES

25. L'organisation des caisses d'épargne et de leurs organismes centraux présente de notables différences d'un pays membre à l'autre. En France, les fonds collectés par le réseau des caisses d'épargne sont tous gérés par un organisme central, la Caisse des dépôts et consignations. Au Luxembourg, il n'existe qu'une caisse d'épargne centrale.

Aux Pays-Bas, par contre, l'organisme central n'a guère comme fonction que le placement des liquidités des caisses d'épargne, ces dernières effectuant directement tous leurs placements à moyen et à long terme.

En Allemagne et en Italie, il existe une division du travail équilibrée entre les caisses d'épargne locales et leurs organismes centraux. Les caisses d'épargne locales ne sont tenues de transférer aux organismes centraux qu'une part relativement faible de leurs fonds; elles peuvent également se servir d'eux comme intermédiaires, lorsqu'elles ne trouvent pas de possibilités adéquates de placement dans leur champ d'activité régional. Une des fonctions principales des organismes centraux est donc d'assurer une compensation régionale entre la collecte de l'épargne et les possibilités d'investissement. La conséquence en est qu'en Allemagne et en Italie les organismes centraux tendent à prendre une importance croissante dans le domaine des crédits et des autres placements à moyen et à long terme.

En Belgique, on trouve, d'une part, un important organisme public, la Caisse générale d'épargne et de retraite, qui utilise principalement les guichets postaux et, d'autre part, des « caisses d'épargne privées », institutions de crédit, qui ont le droit d'accepter des dépôts d'épargne et qui sont soumises, pour ces opérations, à une législation spéciale. Les dépôts d'épargne de ces institutions représentent environ la moitié des dépôts d'épargne de la Caisse générale d'épargne et de retraite.

En Allemagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas, il existe des caisses d'épargne postales, mais elles n'ont une importance comparable à celle des caisses d'épargne ordinaires qu'aux Pays-Bas et en France.

B. PROBLÈMES POSÉS PAR LES DIFFÉRENCES DANS LES RÉGIMES DE FONCTIONNEMENT

26. On distingue ici les problèmes liés à la collecte des fonds d'épargne, aux limitations aux placements à l'étranger des caisses d'épargne et à la gamme des services financiers qu'elles offrent à leur clientèle.

A) LA COLLECTE DE L'ÉPARGNE

27. Les réglementations concernant l'acceptation des dépôts d'épargne et les taux de rémunération comportent dans certains pays membres des privilèges pour les caisses d'épargne par rapport aux autres institutions de crédit. Les avantages fiscaux consentis sur les revenus des dépôts d'épargne, ainsi que les dispositions concernant les réserves obligatoires à maintenir en contrepartie de ces dépôts doivent également être mentionnés.

Sauf dans les régions frontalières, il est peu probable que la collecte des dépôts d'épargne soulève des problèmes de concurrence importants entre les caisses d'épargne des divers pays membres. Une certaine concurrence entre elles ne peut pas être entièrement exclue en ce qui concerne les moyens de refinancement autres que les dépôts (tels que les émissions d'obligations effectuées par certaines caisses d'épargne ou organismes centraux). Les effets indirects de la concurrence entre caisses d'épargne et autres institutions de crédit à l'intérieur d'un même pays pourraient également affecter le développement d'un marché européen des capitaux.

B) LES PLACEMENTS À L'ÉTRANGER

28. Les possibilités des caisses d'épargne et de leurs organismes centraux de participer à des opérations financières internationales sont actuellement modestes.

En ce qui concerne les caisses d'épargne locales, les placements à l'étranger ne leur sont pas permis en Allemagne et en France. En Belgique, les caisses d'épargne privées ont le droit d'effectuer certains placements à l'étranger avec autorisation de l'organe de tutelle, mais elles s'en abstiennent en fait depuis longtemps. En Italie, il est permis aux caisses d'épargne locales d'acheter des obligations émises par des organisations internationales dont l'Etat italien est membre. Aux Pays-Bas, il est permis à ces caisses d'épargne d'effectuer des placements en obligations ou en actions étrangères (pour ces dernières seulement lorsqu'elles sont cotées en Bourse d'Amsterdam) jusqu'à concurrence de leurs capitaux propres.

En ce qui concerne les organismes centraux ou les caisses d'épargne à structure centralisée, seule la Caisse générale d'épargne et de retraite en Belgique ne peut pas effectuer des placements à l'étranger lorsque les fonds proviennent des dépôts d'épargne. En Italie, la règle citée pour les caisses locales s'applique aussi à l'organisme central. En France, la Caisse des dépôts et consignations et au Luxembourg, la Caisse d'épargne de l'Etat peuvent effectuer des placements en valeurs étrangères. En France, une liste des valeurs admises est arrêtée par le ministre des finances et des affaires économiques. Au Luxembourg, la Caisse d'épargne a acheté à plusieurs reprises avec autorisation ministérielle des fonds publics belges. En Allemagne, les « Girozentralen » peuvent effectuer librement toutes transactions avec l'étranger.

C) LES SERVICES FINANCIERS OFFERTS À LA CLIENTÈLE

29. En Allemagne, en Italie et au Luxembourg, la gamme des services financiers offerts par les caisses d'épargne ou par leurs organismes centraux est plus étendue que dans les autres pays membres. En particulier, les caisses d'épargne peuvent jouer le rôle d'intermédiaires dans les achats d'obligations et d'actions et accepter des dépôts à vue. Aux Pays-Bas, les caisses d'épargne opèrent comme intermédiaires dans les transactions sur titres, mais elles n'acceptent pas de dépôts à vue.

En France et en Belgique, les services financiers mentionnés n'existent pratiquement pas encore. Néanmoins, en Belgique, la Caisse générale d'épargne et de retraite est en train de créer les bases nécessaires en augmentant son propre réseau de guichets. En France, il est déjà possible de souscrire aux émissions publiques aux guichets des caisses d'épargne (bien qu'il ne soit pas possible de les y négocier ensuite). De plus, la Caisse des dépôts et consignations va lancer une Société d'investissement à capital variable (SICAV) dont les parts sont destinées à être diffusées par les caisses d'épargne.

La possibilité d'offrir de tels services financiers peut constituer un avantage concurrentiel important. Ainsi, les institutions qui ont la possibilité d'ouvrir des comptes à vue sur lesquels sont régulièrement versés des salaires sont susceptibles de bénéficier d'un flux régulier de fonds sous forme de dépôts d'épargne ou d'autres place-

ments au sein de la même institution. Les caisses d'épargne qui agissent comme intermédiaires pour l'achat et la vente de valeurs mobilières peuvent atteindre des couches de la population qui, autrement, n'effectueraient pas des placements en titres. Elles peuvent également participer à la gestion de fonds communs de placement et faire partie de syndicats d'émission pour des emprunts nationaux ou internationaux.

CONCLUSIONS

30. Les réseaux des caisses d'épargne sont devenus dans tous les Etats membres un important réservoir de capitaux. Le groupe d'experts souhaite donc que les aménagements suivants puissent être introduits dans les réglementations qui les concernent, afin de leur permettre de jouer pleinement leur rôle dans un marché européen :

1) Comme on l'a déjà suggéré pour les activités d'emprunt ou de collecte des dépôts d'autres institutions financières et agents économiques, il conviendrait que les avantages fiscaux et autres, dont bénéficient les caisses d'épargne pour la collecte de fonds soient l'exacte contrepartie des éventuelles contraintes et limitations auxquelles ces institutions sont assujetties.

2) Conformément aux conclusions déjà présentées au chapitre 8, point 18, il est proposé que les organismes centraux et les caisses d'épargne à structure centralisée reçoivent progressivement de plus larges facultés d'effectuer des opérations à l'étranger et, d'autre part, que les caisses d'épargne locales obtiennent, à concurrence d'un pourcentage modeste de leurs dépôts d'épargne — qui pourrait être de 1% dans une première étape — la faculté de réaliser tous placements étrangers de même nature que ceux qui leur sont permis sur le plan interne.

3) En ce qui concerne les placements en valeurs mobilières, il conviendrait qu'en plus des titres dont l'acquisition leur est généralement déjà permise — obligations émises ou garanties par des institutions financières internationales dont l'Etat est membre — les caisses d'épargne puissent acquérir de façon générale toute valeur étrangère cotée sur une bourse du pays où elles sont établies.

4) Compte tenu de l'étendue de leur réseau, les caisses d'épargne peuvent contribuer efficacement à la diffusion de valeurs mobilières et tout particulièrement à celle de parts de fonds communs de placement. Il conviendrait donc que la faculté déjà reconnue aux caisses d'épargne, dans plusieurs pays, de prêter leurs services à la clientèle dans ce domaine soit généralisée : ces organismes pourraient ainsi contribuer à l'intégration des marchés de valeurs mobilières à l'échelle européenne.

5) L'établissement de facilités de virement entre les réseaux des caisses d'épargne devrait être considéré avec une particulière attention. Un service revêtant une importance peut-être modeste sur le plan quantitatif, mais une efficacité très directe sur le plan psychologique pourrait être organisé de concert entre les réseaux des caisses d'épargne de divers pays membres : à l'instar de ce qui est déjà pratiqué sur le plan intérieur en France, les titulaires d'un livret de caisse d'épargne pourraient être autorisés à retirer, lors de déplacements à l'étranger, une somme allant jusqu'à un maximum déterminé auprès d'une caisse d'épargne quelconque à l'intérieur de la Communauté.

V. Les compagnies d'assurance vie

31. Les règles de fonctionnement traitées ici concernent les seules compagnies d'assurance vie, à l'exclusion des autres entreprises d'assurance. La raison en est que l'assurance vie — contrairement aux autres formes — est principalement basée sur la capitalisation et donne donc lieu à une importante accumulation d'actifs financiers. Dans les pays membres, ce n'est qu'en France qu'ont encore une certaine importance les « contrats d'assurance au décès » conclus pour un nombre limité d'années et qui sont surtout des contrats d'assurance-risque entraînant une faible capitalisation.

32. L'importance de l'assurance vie est particulièrement grande aux Pays-Bas : dans ce pays, au cours des dernières années, l'accroissement de leurs réserves a représenté plus de 7% de la formation intérieure brute de capital (tableau n° 27). Bien que ce pourcentage soit plus faible dans les autres pays membres — en Italie et en France il se situe seulement entre 1 et 2% — ces données indiquent l'importance du rôle que peuvent jouer les compagnies d'assurances dans un marché européen des capitaux.

On étudiera successivement dans cette section la question des opérations de placement à l'étranger et celle de la conclusion directe de contrats avec des non-résidents, sans passer par l'intermédiaire de filiales ou succursales.

A. LES OPÉRATIONS DE PLACEMENT À L'ÉTRANGER

33. Les réglementations qui restreignent les possibilités de placement à l'étranger des compagnies d'assurance vie ont déjà été évoquées à plusieurs reprises dans ce rapport. Au Luxembourg, de tels placements sont interdits. En Italie, ils sont admis dans les limites des contrats libellés en monnaie étrangère. En Allemagne, seuls sont admis les placements en valeurs étrangères auxquelles les organismes de contrôle accordent la « Deckungsstockfähigkeit » (la même autorisation est requise préalablement à l'admission dans les réserves pour les titres émis par des sociétés industrielles allemandes). En France, il n'existe pas de restrictions spécifiques pour des placements en titres étrangers cotés sur une bourse française. En Belgique, les compagnies d'assurance vie peuvent placer au maximum 10% des réserves techniques en obligations en francs belges émises par des organisations internationales dont la Belgique est membre; les achats d'autres valeurs étrangères ne peuvent dépasser 20% des réserves et doivent porter sur des valeurs approuvées par décision ministérielle. Les Pays-Bas sont finalement le seul pays membre où les compagnies d'assurance vie nationales ont une large liberté d'effectuer des placements à l'étranger; en revanche, pour les succursales ou filiales de compagnies d'assurance vie étrangères, il existe encore des restrictions.

34. Grâce aux connaissances qu'elles possèdent d'autres marchés, dont ceux de leur pays d'origine, les succursales ou filiales des compagnies d'assurance vie étrangères sont particulièrement aptes à opérer des placements à l'étranger. C'est pourquoi l'élimination de toutes entraves relatives à l'établissement de succursales ou filiales de compagnies d'assurance vie dans les autres pays membres revêt aussi une réelle importance. Pour l'établissement de filiales, il n'existe pratiquement plus d'entraves.

En revanche, en ce qui concerne l'établissement des succursales, certains problèmes existent encore : cautionnement discriminatoire, caractère discrétionnaire de l'autorisation, nécessité d'établir dans certains pays une personne morale distincte, etc. Une directive visant à supprimer ces obstacles est en voie d'élaboration dans les services de la Commission.

CONCLUSIONS

35. Compte tenu de l'importance des fonds gérés par les compagnies d'assurance vie, une suppression graduelle des limitations existant en matière de placements favoriserait une meilleure intégration des marchés financiers.

1) Les compagnies d'assurance vie devraient donc avoir le droit d'effectuer, dans les autres pays membres et à concurrence d'un certain pourcentage de leurs réserves, tout placement permis dans leur propre pays. Ce pourcentage pourrait au départ être de 1%, par exemple, mais il devrait être augmenté au fur et à mesure que l'expérience des compagnies se développerait.

2) Les compagnies d'assurance vie devraient pouvoir acquérir librement toutes les valeurs étrangères cotées dans une bourse du pays où elles sont établies.

3) Elles devraient pouvoir acquérir les placements garantis par le gouvernement d'un autre Etat membre ou d'un organisme communautaire au même titre que les placements garantis par une personne morale de droit public de leur propre pays.

4) Les filiales ou succursales de compagnies d'assurance vie d'autres pays membres devraient avoir le droit de transférer tout ou partie de leurs réserves techniques à la société-mère. Cette possibilité pourrait être limitée, pendant une période initiale, à un pourcentage donné de ces réserves, mais le pourcentage devrait s'accroître progressivement.

B. LA CONCLUSION DE CONTRATS D'ASSURANCE VIE AVEC DES NON-RÉSIDENTS

36. Il serait possible d'encourager l'intégration des marchés européens de capitaux en donnant aux compagnies d'assurance vie la faculté de collecter des fonds dans les autres pays membres, c'est-à-dire en leur permettant — ce qui n'est pas le cas actuellement — de procéder dans les pays où elles n'ont pas d'établissement à une publicité ou à un démarchage direct par un réseau de représentants en vue de conclure des contrats d'assurance vie directement au-delà des frontières avec des résidents de ces pays, sans passer par l'intermédiaire d'une succursale ou filiale.

37. Certains problèmes se poseraient, dans cette hypothèse, concernant :

— Les entraves fiscales en matière d'impôts indirects que les sociétés doivent acquitter sur les primes d'assurance collectées. Ces impôts atteignent 4,8% en France, 2% au Luxembourg, 1,2% en Belgique, entre 1 et 2% en Italie selon le genre de

contrat; ils n'existent pas en Allemagne et aux Pays-Bas. D'autre part, la suppression de cet impôt a été proposée en France, dans le cadre des travaux préparatoires du V^e plan.

— Les avantages fiscaux consentis dans le cadre de l'impôt sur le revenu et d'autres impôts directs. Il s'agit notamment des avantages sur les primes d'assurance vie versées par les assurés : les conditions auxquelles ces avantages sont consentis varient d'un pays à l'autre et sont complexes. Les avantages fiscaux les plus importants, qui permettent la déduction des primes d'assurance vie du revenu imposable, sont déterminés par les taux d'imposition frappant le revenu marginal : la « prime d'épargne » peut ainsi atteindre dans la plupart des pays membres — selon le niveau du revenu de l'assuré — entre 20% et 50% des versements sur contrats d'assurance vie. En résumé, on peut dire que ces avantages sont équivalents dans quatre pays membres : Allemagne, Italie, Belgique et Luxembourg. Dans ces pays, dès que le contrat a une certaine durée, des avantages sont accordés, pour toutes les formes usuelles d'assurance vie. Aux Pays-Bas, par contre, il n'y a d'avantages que pour les rentes viagères et à condition que l'assurance ne soit payable qu'à l'âge de la retraite (en général 65 ans). En France, il existait des avantages qui ont été supprimés en 1958, mais l'adoption de nouveaux avantages a été proposée par la Commission de l'économie générale et du financement lors de la préparation du V^e plan.

— Le contrôle des compagnies d'assurance vie par les autorités. Deux principes s'opposent ici : dans tous les Etats membres, à l'exception des Pays-Bas, on pose le principe que l'Etat a le devoir de veiller à ce que les réserves de toutes les compagnies d'assurance vie aient à peu près la même composition et soient employées surtout en placements à revenu fixe, comme des fonds publics, des immeubles et hypothèques de premier rang. Aux Pays-Bas, par contre, les compagnies d'assurance vie ont pratiquement toute liberté pour le placement de leurs réserves. Les organes de contrôle n'ont, en principe, le droit d'intervenir que si la gestion de la société fait redouter des pertes pour les épargnants.

— La « séparation des branches ». Dans trois pays membres, — l'Allemagne, la France et les Pays-Bas — l'assurance vie ne peut être pratiquée que par des sociétés spécialisées dans ce genre d'assurance, alors que dans les autres une même société peut pratiquer d'autres types de contrats d'assurances à côté de l'assurance vie.

La séparation des branches peut occasionner des frais supplémentaires au détriment des assurés (en raison du partage des administrations, des départements juridiques et fiscaux, de services de publicité, des services extérieurs, des installations électroniques, etc.). Des sociétés pouvant gérer plusieurs branches d'assurances en même temps, auront donc normalement un avantage concurrentiel. Pour défendre au contraire la séparation des branches, on invoque surtout que les souscripteurs d'une police d'assurance vie doivent être protégés contre l'éventualité de pertes survenant dans les autres branches, comme par exemple, l'assurance-incendie, où les risques de catastrophe sont beaucoup plus grands que pour l'assurance vie.

— Les entraves administratives. En France, en Italie et aux Pays-Bas, il est interdit de conclure directement un contrat d'assurance vie avec des sociétés étrangères. En Belgique, cette interdiction est limitée aux contrats conclus avec une société étrangère qui possède une succursale ou une filiale en Belgique.

CONCLUSIONS

38. 1) Afin de faciliter l'extension des activités des compagnies d'assurance vie par la conclusion de contrats directs avec des non-résidents, le groupe d'experts suggère que :

— la publicité et le démarchage soient permis aux compagnies d'assurance vie résidant dans d'autres pays membres;

— soient levées les entraves administratives qui empêchent encore la conclusion de contrats directs au-delà des frontières.

2) Le groupe d'experts est conscient de ce que la réalisation de ces recommandations ferait apparaître certains problèmes de concurrence entre les compagnies d'assurance vie des différents pays membres. Par conséquent, il recommande que :

— les impôts indirects que les sociétés doivent acquitter sur les primes d'assurance vie collectées soient supprimés dans les Etats membres où ils subsistent encore;

— les contrats d'assurance vie conclus avec des sociétés d'autres pays membres puissent jouir des mêmes avantages fiscaux que les contrats passés avec des sociétés nationales; actuellement, cela n'est pas toujours le cas et les sociétés étrangères se trouvent de ce fait pratiquement exclues de certains marchés;

— le problème de la « séparation des branches » soit résolu : on pourrait combiner les avantages des deux formes d'organisation, en permettant, en principe, l'exercice conjoint des diverses formes d'assurance, mais en accordant la qualité de créanciers privilégiés aux souscripteurs de contrats d'assurance vie;

— les principes de base en vigueur pour le contrôle des placements soient harmonisés : à long terme, on devrait admettre une liberté assez grande en matière de formes de placement avec, en contrepartie, des obligations de publicité très strictes; il serait souhaitable aussi que, dans tous les pays membres, les compagnies d'assurance vie aient la possibilité d'offrir des contrats basés sur différentes formules d'investissement (par exemple des contrats basés principalement sur des placements en actions); ainsi, les compagnies seraient en mesure de répondre mieux que dans le cadre actuel aux exigences des épargnants et pourraient intéresser un public plus vaste à l'épargne-assurance.

L'OBSTACLE DU RISQUE DE CHANGE

1. Appelé à s'atténuer progressivement au cours de la transition vers un marché européen des capitaux, le risque de change ne disparaîtra formellement que le jour où une union monétaire aura été établie. Le fait de traiter dans ce rapport des problèmes relatifs au risque de change ne doit donc pas être interprété comme l'expression d'un doute sur la réalisation future de l'union monétaire au sein de la CEE.

— La section I traite des problèmes que pose le risque de change aux différentes catégories de bailleurs et de demandeurs de fonds.

— La section II présente certaines propositions de nature à limiter les risques résultant de la fluctuation des cours de change autour de la parité officielle.

— La section III porte sur les techniques susceptibles d'être mises en œuvre afin de répartir le risque de change entre débiteurs et créanciers : option de change, adoption d'une monnaie tierce, adoption d'une unité de compte, etc.

I. Les problèmes relatifs à la prise en charge du risque de change

A. PROBLÈMES POSÉS AUX EMPRUNTEURS

2. Le recours à l'endettement en devises ne rencontre, pour la plupart des emprunteurs, guère d'obstacles de caractère législatif ou réglementaire dans la mesure où il s'agit d'opérations conclues avec des non-résidents. L'obstacle essentiel est de portée pratique; il procède de la comparaison par l'emprunteur du coût d'un emprunt dans son propre pays au coût estimé d'un emprunt extérieur, compte tenu des risques de perte (éventuellement des chances de gain) imputables à des modifications de parité ou à des fluctuations des cours, que lui fait assumer l'endettement en monnaie étrangère.

L'augmentation, au cours des dernières années, de l'endettement en devises d'emprunteurs résidant dans la Communauté semble confirmer l'atténuation progressive des craintes trop marquées à l'égard de tels risques. Dès que le champ d'action d'une entreprise s'étend à plusieurs marchés et qu'elle dispose donc de rentrées en devises provenant d'exportations ou de revenus de participations à l'étranger, elle est plus disposée à assumer un risque de change; cette situation tend à se généraliser avec les progrès de l'intégration économique.

B. PROBLÈMES POSÉS AUX BAILLEURS DE FONDS

3. Les particuliers et les sociétés d'investissement jouissent à l'intérieur de la CEE d'une liberté pratiquement totale de prendre en charge un risque de change. En outre, ce sont les agents qui manifestent le moins de réticences à l'égard de ce risque dans leurs politiques de placement.

Il n'en est pas de même pour les caisses d'épargne et les compagnies d'assurances, qui se heurtent, comme on l'a vu au chapitre précédent, à d'importantes restrictions en matière de placements à l'étranger. En règle générale, ces investisseurs n'effectuent de placements en une monnaie étrangère que lorsqu'il s'agit de couvrir les risques de change liés à la réception de dépôts ou à la conclusion de contrats d'assurance libellés dans cette monnaie. Il semble cependant qu'aux Pays-Bas, les placements de ces institutions libellés en monnaies étrangères dépassent les engagements en devises. En France, les valeurs mobilières étrangères cotées dans une bourse nationale peuvent couvrir des engagements en francs des compagnies d'assurance vie.

Il est, d'autre part, à noter que dans plusieurs pays membres, — Belgique, France, Italie — les compagnies d'assurance vie ont acquis plus volontiers des titres émis en monnaie étrangère par des émetteurs nationaux, ce qui suggère que la qualité de l'emprunteur ou les rapports étroits qui peuvent exister entre celui-ci et les investisseurs institutionnels prennent parfois le pas sur les problèmes de risque de change.

En ce qui concerne les banques, la question se pose d'une façon différente : leurs opérations à moyen terme en monnaie étrangère se trouvent limitées parce qu'elles s'imposent de rechercher une « couverture » qu'elles ne peuvent en général trouver que pour des opérations à court terme. A peu d'exemples près, les banques n'acceptent de financer des opérations à moyen et à long terme en une devise donnée que dans la mesure où elles disposent des ressources nécessaires en la même monnaie.

4. Il a déjà été fait mention aux chapitres 7 et 8 des problèmes particuliers soulevés par les interventions des institutions spécialisées de crédit opérant dans le domaine du crédit à l'industrie, au logement et aux équipements collectifs. Ces institutions ne disposant que de marges restreintes entre les taux de leurs opérations de collecte de fonds et ceux de leurs emplois, elles n'ont pas la possibilité d'assumer des risques de change, sauf éventuellement dans la limite des crédits accordés sur leurs fonds propres. Aussi, dans la plupart des Etats membres, les établissements de crédit spécialisés sont-ils tenus de faire coïncider les monnaies dans lesquelles sont libellées leurs créances avec celles dans lesquelles sont émises les obligations servant à leur refinancement.

On a pu toutefois observer des exceptions à cette règle, notamment en Italie où la « Cassa per il Mezzogiorno », par exemple, a pu obtenir à l'étranger des crédits en devises et répartir ensuite en liras les fonds entre les emprunteurs nationaux, en prenant ainsi en charge le risque de change.

CONCLUSIONS

5. 1) Sur un plan général, on peut constater que, tout au moins dans les rapports entre pays membres de la CEE, les obstacles tenant au risque de change semblent appelés à s'atténuer rapidement. Avec la réduction progressive des différentes entraves aux échanges intracommunautaires, et notamment des barrières douanières, l'intégration économique tend à établir une solidarité entre les prix à l'intérieur de la Communauté. Les décisions adoptées en matière de politique agricole commune ont fait franchir une étape décisive en ce sens. En raison de la fixation de prix communs

agricoles et de leur expression en unité de compte, une modification des rapports de change entre les pays membres pourrait avoir des répercussions telles sur l'économie agricole de la Communauté que cette éventualité apparaît désormais improbable. Ceci d'autant plus que des réactions en chaîne — sur les prix à la consommation et, ensuite, sur les salaires — rendraient beaucoup plus aléatoire que par le passé l'obtention des effets habituellement recherchés à travers une dévaluation ou une réévaluation de la monnaie nationale. L'« intégration monétaire de fait » ainsi ébauchée a d'ailleurs trouvé son reflet institutionnel dans la décision adoptée dès 1964 de procéder à des consultations préalables au cas où l'un des Etats membres voudrait éventuellement réajuster la parité de sa monnaie. Cet engagement pourrait être le premier pas vers l'établissement d'une solidarité absolue entre les six monnaies.

2) Dans certains cas, il est possible que les entreprises ou institutions financières montrent une réticence à encourir des risques de change dans la mesure où les gains qu'elles peuvent retirer des différences de taux d'intérêt entre le marché national et les marchés étrangers se répartissent sur plusieurs années dans les comptes de profits et pertes, tandis que les éventuelles pertes de change en capital devraient être amorties en une seule année. L'un des moyens pouvant aider à surmonter de telles réticences serait la constitution de provisions en vue d'éventuelles pertes de change; ces provisions devraient pouvoir être déduites du revenu imposable dans des limites définies.

3) Le groupe d'experts estime que, pour les placements en obligations exprimées en devises étrangères ou comportant des clauses monétaires particulières, les obstacles dérivant actuellement du risque de change pourraient être atténués par le développement de fonds communs de placement spécialisés dans ce type de placements. Ces fonds présentent l'avantage d'être, mieux qu'un particulier, en mesure d'apprécier le risque qui s'attache à un placement en une monnaie donnée ou avec une clause monétaire donnée; ils peuvent répartir les risques sur plusieurs monnaies; enfin, émettant des certificats exprimés en une seule monnaie, ils évitent aux porteurs de devoir effectuer eux-mêmes la conversion des diverses devises étrangères en leur propre monnaie.

4) Les restrictions imposées aux investisseurs institutionnels en matière de placements pouvant comporter des risques de change sont souvent présentées comme inspirées par le souci de protéger l'épargne. On constate toutefois que dans certains pays membres, et particulièrement aux Pays-Bas, la possibilité de tels placements a, dans certaines limites, été donnée aux investisseurs institutionnels, sans qu'aucune conséquence dommageable en ait résulté. Le groupe d'experts considère que, compte tenu de l'évolution de la situation depuis que ces règles de placement ont été fixées, les dispositions actuellement en vigueur en cette matière dans les autres Etats membres s'inspirent de critères trop restrictifs. Ces dispositions semblent d'autant moins justifiées que dans certains pays ces investisseurs sont considérés comme suffisamment soucieux de la protection du patrimoine, garantissant leurs assurés, pour pouvoir procéder à certains placements comme les placements en actions, qui comportent des risques au moins aussi importants que les risques de change.

Le groupe d'experts estime donc qu'il devrait, en principe, être permis aux investisseurs institutionnels, d'effectuer, dans certaines limites, des placements comportant des risques de change. Une première mesure pourrait consister à autoriser ces investisseurs à acquérir toute valeur, même libellée en monnaie étrangère, cotée en une bourse nationale.

5) En ce qui concerne en particulier les caisses d'épargne, le groupe d'experts estime justifiés les principes qui sont à la base de la réglementation néerlandaise en matière de placements à l'étranger de ces institutions : il lui paraît souhaitable que, dans les limites de leurs capitaux propres et de leurs réserves, elles jouissent d'une liberté totale de placement. Par ailleurs, le groupe d'experts rappelle la recommandation présentée au chapitre 8 à propos de l'activité des organismes centraux des caisses d'épargne : en raison de l'importance de ces organismes et du rôle qu'ils sont appelés à jouer sur le marché financier, il conviendrait de supprimer les restrictions mises à leurs placements dans d'autres pays membres, même pour les opérations qui peuvent comporter des risques de change.

6) En ce qui concerne les institutions spécialisées de crédit, les exigences sévères qu'imposent la plupart des Etats membres quant à la concordance entre les obligations en circulation et les crédits dont elles permettent le financement, suffisent en général à assurer la protection des créanciers; aussi peut-on recommander de laisser une plus grande liberté aux établissements pour les opérations de crédit jusqu'à concurrence de leur capital propre.

7) De plus, on concevrait que ces institutions financières bénéficient, comme c'est déjà le cas en Italie, d'un appui des pouvoirs publics pour la prise en charge du risque de change. Cet appui devrait toutefois être conforme aux principes exposés aux chapitres 5 et 6 en matière d'interventions des pouvoirs publics sur les marchés financiers : il conviendrait notamment qu'on n'institue pas de privilège au bénéfice exclusif de certaines institutions publiques ou semi-publiques.

8) Jusqu'ici, la Banque européenne d'investissement et la Haute Autorité de la CECA ont, par principe, équilibré avoirs et engagements dans les diverses monnaies. Tout en reconnaissant le bien-fondé de cette attitude, inspirée par un souci d'orthodoxie financière, durant les premières années d'existence de ces institutions, le groupe d'experts estime que l'atténuation du risque de change entre les monnaies de la Communauté et le développement du processus d'intégration économique rendent possible la prise en charge, par ces institutions, des risques de change entre monnaies de la Communauté, si le besoin s'en faisait sentir.

II. L'atténuation des risques liés aux fluctuations des cours de change autour de la parité

A. LE PROBLÈME DES « MARCHÉS LIBRES »

6. Lorsque l'on évoque le risque de change, on se réfère en général au risque résultant de la possibilité de modification des parités des diverses monnaies. Outre ce risque, des pertes peuvent résulter pour les investisseurs ou demandeurs de capitaux des oscillations des cours de change autour des parités officielles.

A l'occasion des transactions en capital qui s'effectuent sur le « marché libre », ces fluctuations peuvent même dépasser en Belgique-Luxembourg et aux Pays-Bas les 3% de fluctuation, maximum théoriquement possible dans les opérations courantes entre deux monnaies quelconques de la Communauté.

Les écarts entre cours de change « libres » et cours « réglementés » ont été, ces dernières années, relativement modestes. C'est dû largement à l'intervention répétée des autorités monétaires sur les marchés « libres » : leurs interventions s'expliquent surtout par le fait qu'un écart trop marqué entre cours « libres » et cours « réglementés » pourrait inciter à des opérations illicites ainsi qu'à des spéculations sur le marché réglementé. Aux termes de la première directive pour la mise en œuvre de l'article 67 du Traité, ces interventions deviendraient obligatoires dans la mesure où les écarts constatés par rapport aux cours « réglementés » présenteraient un caractère « notable » et « durable ».

On peut donc se demander si le maintien de cours de change « libres » remplit encore une fonction utile dans les circonstances actuelles. Le groupe d'experts estime qu'une unification des marchés des devises serait désormais possible et comporterait des avantages importants; elle offrirait d'abord aux demandeurs et aux bailleurs de fonds actuellement opérant sur les « marchés libres » une plus grande sécurité dans leurs opérations d'emprunt et de placement. Elle aurait aussi pour effet non moins important, la suppression d'une série de dispositions administratives concernant le contrôle des transactions financières et qui ne trouvent leur origine que dans la nécessité de déterminer si une transaction doit se dérouler sur l'un ou sur l'autre des marchés des devises.

B. LE PROBLÈME DES FLUCTUATIONS DES COURS ENTRE LES MONNAIES DE LA CEE

7. A plus long terme, il est une mesure qui irait encore plus loin et dont le groupe d'experts estime qu'elle aurait des avantages particulièrement importants. Il s'agit de la proposition faite en 1964 par le professeur Pfleiderer, président de la Landeszentralbank de Bade-Wurtemberg, de supprimer intégralement les possibilités de fluctuation entre les cours des diverses monnaies des pays membres ⁽¹⁾. Outre l'élimination dans les transactions financières intracommunautaires de tout risque de change, une telle mesure aurait accessoirement l'avantage de faciliter les transactions comportant des paiements à l'intérieur de la Communauté et de diminuer leur coût. Une telle mesure suppose une coordination étendue des interventions des Etats membres sur les marchés des devises : elle rendrait en même temps nécessaire une plus grande collaboration en matière de politique monétaire et serait ainsi un pas important vers la réalisation d'une union monétaire au sein de la CEE.

III. Les techniques de répartition des risques de change entre débiteur et créancier

8. La « clause de change », c'est-à-dire les conditions réglant la répartition des risques de change entre le débiteur et le créancier, revêt une grande importance lors de l'émission d'emprunts ou de l'octroi de crédits internationaux. Un emprunt interna-

⁽¹⁾ PFLEIDERER O., Währungsordnung und europäische Integration, Kieler Verträge, N. F., Heft 32, Kiel 1964, 19 S.

tional ne connaîtra pas, toutes choses égales, par ailleurs, le même succès si le débiteur choisit sa propre monnaie (et met par conséquent les risques de change unilatéralement à la charge de ses créanciers) que s'il adopte une monnaie fréquemment utilisée par les principaux investisseurs ou s'il offre une option de change.

Le choix de la clause de change joue de ce fait un grand rôle non seulement pour le débiteur ou pour les créanciers, mais aussi pour le développement d'un marché européen des capitaux : les clauses de change qui répondent aux vœux des créanciers de plusieurs marchés financiers nationaux stimulent non seulement l'intégration de ces marchés au stade de l'émission, mais aussi, par la suite, le renforcement des liaisons entre marchés secondaires pour les emprunts en circulation.

C'est pour ces raisons que le groupe d'experts a entrepris l'analyse des clauses de change le plus souvent appliquées aux emprunts et aux crédits internationaux et qui sont :

- les diverses formes d'option de change,
- l'utilisation de la monnaie du marché d'émission,
- le recours à une « unité de compte »,
- le recours à une monnaie qui n'est pas celle du marché de l'émission.

A. EMPRUNTS ASSORTIS D'UNE OPTION DE CHANGE

9. Il y a eu récemment relativement peu d'exemples d'une « vraie » option de change, c'est-à-dire d'une option de change qui s'étende à toute une série de monnaies, les parités adoptées étant les parités en vigueur à la date de l'émission⁽¹⁾. La formule la plus fréquemment appliquée jusqu'ici est celle des emprunts libellés en livres sterling et dont le service en capital et intérêt peut être à tout moment exigé par le créancier, soit en DM soit en livres, à une parité fixe⁽²⁾.

Pour les créanciers, l'option de change est normalement la clause la plus avantageuse, surtout si elle englobe plusieurs monnaies importantes. Si la monnaie du créancier est incluse, l'option de change ne présente pour lui aucun risque, mais seulement des possibilités de gain.

Au débiteur, au contraire, l'option de change fait assumer un risque particulièrement important, sans lui procurer aucune chance de gain si sa propre monnaie est incluse dans l'option de change. Dans la pratique, cet inconvénient peut toutefois être compensé si, grâce à cette clause, il parvient à obtenir des taux d'intérêt plus favorables et un accès plus facile aux marchés où sont utilisées les monnaies contenues dans l'option de change.

(1) Parmi ceux-ci : Petrofina, 5,5% à 7,5%, 1957 (\$25 000 000), payable en dollars, francs belges, florins ou francs suisses; république d'Autriche: 5,5%, 1958 (\$25 000 000) payable en dollars, livres sterling, DM ou schillings autrichiens.

(2) Parmi ceux-ci : Ville de Turin, 6,5%, 1964 (£5 000 000); Enso-Gutzeit, 6,5%, 1965 (£4 000 000); Lamco, 5,75%, 1965 (£4 000 000); Mobil Oil Holdings, 5,75%, 1965 (£10 000 000); US Rubber 6%, 1965 (£5 000 000).

Le risque encouru par le débiteur est d'autant plus faible que sont moins probables des modifications unilatérales des parités des monnaies contenues dans l'option. C'est pourquoi, à mesure que se dessine au sein de la Communauté une tendance en ce sens, la charge pour le débiteur d'une option de change comprenant les six monnaies se réduit. Comme cette clause met, d'autre part, les créanciers de l'ensemble des marchés des capitaux de la CEE à l'abri de tout risque, il pourrait se révéler avantageux pour l'intégration des marchés financiers européens que l'on fasse appel à cette clause dans les opérations financières intéressant l'ensemble de la Communauté.

B. LE RECOURS À LA MONNAIE DU MARCHÉ D'ÉMISSION (MONNAIE DU CRÉANCIER)

10. Du point de vue de l'intégration des marchés européens des capitaux le recours à la monnaie du créancier présente deux caractéristiques : il met d'abord les créanciers à l'abri de tout risque de change, ce qui a le grand mérite de faire disparaître le principal obstacle pour les investisseurs institutionnels; en second lieu, il limite, par rapport à l'option de change, le risque du débiteur à une seule monnaie.

Cette double caractéristique explique que le recours à la monnaie du marché d'émission ait été, dans le passé, la clause de change la plus fréquemment utilisée. Il s'agissait alors d'emprunts étrangers « traditionnels » c'est-à-dire, d'opérations dans lesquelles la majorité des acheteurs résidaient dans le pays d'émission.

Le groupe d'experts estime qu'une variante des « emprunts parallèles » étudiés au chapitre 9, ouvre des perspectives intéressantes : c'est la technique utilisée par exemple, en 1964, dans un emprunt international de l'« Istituto per la ricostruzione industriale » (IRI) et aux termes de laquelle les acheteurs ont pu choisir au moment de l'émission entre des titres libellés en dollars et des titres libellés en Deutsche Mark et assortis pour le reste des mêmes conditions. Cette technique a, entre autres, l'avantage appréciable de laisser à l'initiative des souscripteurs la détermination de la répartition des tranches dans les différentes monnaies, ce qui améliore la qualité du placement.

Il serait souhaitable de pouvoir faire appel à une forme particulière de cette technique qu'il serait relativement facile de mettre en œuvre et qui consisterait à donner aux investisseurs d'un pays de la CEE qui désirent souscrire à des emprunts émis dans un autre Etat membre, la possibilité d'obtenir que les titres soient libellés dans leur propre monnaie.

C. L'UNITÉ DE COMPTE

11. L'unité de compte constitue une technique intéressante pour les émetteurs qui veulent s'adresser simultanément à un grand nombre de marchés, car les souscripteurs sont attirés par la stabilité particulière de cette clause. En effet, la valeur de l'unité de compte la plus fréquemment utilisée jusqu'ici est définie par rapport à l'or. Cette valeur reste constante, sauf s'il y a changement dans la parité-or de toutes les monnaies de référence, c'est-à-dire des dix-sept monnaies des pays membres de l'ex-Union

européenne des paiements (UEP) auxquelles est liée l'unité de compte et si, en outre, les deux tiers au moins des monnaies de référence évoluent dans le même sens. Ces deux conditions étant remplies, l'unité de compte suit le pourcentage de dévaluation ou de réévaluation de la monnaie de référence qui, parmi les deux tiers au moins des monnaies qui se sont modifiées dans le même sens, a le moins changé par rapport à sa parité antérieure.

La stabilité de l'unité de compte ne signifie toutefois pas que le créancier échappe à tout risque de change; il subit en effet une perte de change en cas de réévaluation de sa propre monnaie par rapport à l'unité de compte. En revanche, l'unité de compte le protège contre la dévaluation unilatérale de la monnaie du débiteur, ou d'une monnaie tierce; en cas de dévaluation de sa propre monnaie, il bénéficierait pratiquement toujours d'un gain de change.

Pour le débiteur, l'unité de compte a surtout l'avantage d'être favorable en cas de réévaluation de sa propre monnaie par rapport à l'unité de compte. Inversement, le débiteur subit une perte de change dès que sa propre monnaie est dévaluée par rapport à cette unité.

L'unité de compte réalise donc un compromis entre les intérêts des débiteurs et ceux des créanciers, compromis qui avantage cependant les créanciers si les dévaluations sont plus fréquentes que les réévaluations. La stabilité accrue pour les créanciers est généralement compensée par des taux d'intérêt plus favorables pour les débiteurs.

Aussi longtemps que la parité de sa propre monnaie n'est pas modifiée, le créancier dont la monnaie nationale est incluse dans les monnaies de référence ne court aucun risque et peut donc considérer une créance en unité de compte comme une créance en monnaie nationale. Cette formule présente pour les investisseurs institutionnels un avantage par rapport au placement en une monnaie étrangère quelconque ou au placement avec une option de change qui ne comprendrait pas leur monnaie nationale.

12. Le choix des « monnaies de référence » est d'une grande importance dans la définition et l'usage de l'unité de compte. L'unité de compte utilisée jusqu'à présent pour les emprunts internationaux est basée sur les dix-sept monnaies de l'ancienne Union européenne des paiements, comprenant ainsi certaines monnaies de pays dont le marché des capitaux est relativement étroit. L'on pourrait donc s'interroger sur l'opportunité — dans la perspective de l'intégration des marchés financiers de la CEE — d'employer une unité de compte basée sur les six monnaies des États membres.

L'intégration progressive de la CEE diminuera sensiblement les risques de modification unilatérale de la parité d'une des monnaies de la Communauté. Par rapport à une « unité de compte CEE », « l'unité de compte UEP » présente pour un créancier de la Communauté l'inconvénient de lui faire subir une perte de change au cas où tous les États membres procéderaient à une réévaluation de même importance, et où une seule des onze autres monnaies de l'ex-UEP ne serait pas réévaluée ou serait réévaluée dans une moindre mesure. Inversement, un débiteur de la CEE subirait une perte de change si tous les pays de la CEE procédaient à une dévaluation de même importance et si une seule des autres monnaies de l'ex-UEP n'était pas dévaluée ou l'était dans une moindre mesure.

Pour ces raisons et parce que l'adoption de l'unité de compte CEE est dans la logique du processus d'intégration économique du Marché commun, le groupe d'experts estime que l'emploi d'une « unité de compte CEE » pourrait présenter certains avantages pour les transactions financières centrées sur un futur marché intégré. La formule d'unité de compte retenue dans le cadre de la politique agricole commune sera vraisemblablement déterminante pour le choix de cette « unité de compte CEE ».

D. RECOURS À UNE MONNAIE AUTRE QUE CELLE DU MARCHÉ D'ÉMISSION

13. Lorsque des emprunts internationaux sont émis en une monnaie autre que celle du marché d'émission, les souscripteurs encourent le risque d'une perte dans le cas où la monnaie utilisée serait dévaluée par rapport à la leur. Quant à l'émetteur, il supporte le risque de réévaluation à moins qu'il ne s'agisse de sa propre monnaie. Cette situation est relativement désavantageuse pour les créanciers : ils n'acceptent donc généralement le recours à une monnaie tierce ou la monnaie de l'émetteur que s'il s'agit d'une monnaie appréciée et fréquemment utilisée dans les opérations financières internationales. En fait, trois monnaies seulement ont été jusqu'à présent utilisées dans des emprunts internationaux : ce sont essentiellement le dollar, et dans une moindre mesure, le DM et le franc suisse.

Comme objection à l'emploi d'une monnaie étrangère au marché d'émission, l'on invoque la crainte que le recours à une monnaie étrangère puisse être interprété comme un manque de confiance à l'égard de la monnaie nationale; cet argument ne semble toutefois pertinent qu'au cas où cette dernière se trouverait déjà en difficulté.

Une autre objection est la réserve à laquelle pourraient être incitées certaines catégories d'acheteurs sur le marché d'émission. Cependant, cette réserve est, normalement, plus que compensée par l'attrait qu'exerce la monnaie de l'émission sur les résidents du pays dont c'est la monnaie nationale ou même sur d'autres souscripteurs s'il s'agit d'une monnaie appréciée et fréquemment utilisée dans les opérations financières internationales. Il est, par conséquent, regrettable que certaines mesures comme « l'interest equalization tax » américaine ou la « Kuponsteuer » allemande, conçues pour répondre à des préoccupations différentes, aboutissent toutes deux à un cloisonnement entre les marchés intérieur et extérieur de la même monnaie, réduisant ainsi la masse des opérateurs susceptibles de procéder à des arbitrages. Ce type de cloisonnement a été d'ailleurs mis en lumière ces dernières années par l'émission à l'étranger par des sociétés américaines et allemandes d'emprunts libellés respectivement en dollars et en DM.

A ces arguments on peut néanmoins opposer que le recours aux emprunts libellés en une monnaie tierce contribue à habituer les épargnants à des émissions en monnaies autres que leur monnaie nationale et peut ainsi utilement contribuer à l'intégration des marchés financiers européens.

CONCLUSION

14. Les clauses de change étudiées dans ce chapitre peuvent donner lieu à des divergences d'opinion. Il a été dit que ces clauses contribuaient à entretenir auprès des épargnants une certaine méfiance à l'égard des placements dans leur propre monnaie. Une autre critique fréquente concerne le degré de protection réelle que les diverses clauses de change peuvent apporter aux souscripteurs en cas de bouleversements monétaires.

Le groupe d'experts a considéré que dans ce rapport l'étude des diverses clauses de change devait être entreprise sous l'angle de leur contribution possible au développement d'un marché européen des capitaux. De ce point de vue, il est apparu que les diverses expériences réalisées ont joué jusqu'ici un rôle positif dans le sens de la diversification des placements des épargnants en s'adaptant avec souplesse à leurs préférences. Elles ont, en même temps, contribué à accroître la fluidité internationale des capitaux. A l'avenir, cependant, la disparition du risque de change devrait rendre superflu le recours à de telles clauses.

LES ENTRAVES FISCALES

1. L'objet de ce chapitre est de présenter une vue d'ensemble des aménagements des systèmes fiscaux qui seraient susceptibles de favoriser le développement et le bon fonctionnement au sein de la Communauté d'un marché des capitaux de dimension vraiment européenne. On y trouvera, après un bref aperçu des principes qui ont inspiré le groupe en cette matière, l'exposé des obstacles qui subsistent à l'heure actuelle et des solutions qui paraissent indiquées pour mettre fin aux principaux d'entre eux.

I. Les objectifs à atteindre

2. L'objectif à atteindre, en principe, par l'aménagement des systèmes fiscaux est leur neutralité de façon à permettre la création de conditions analogues à celles d'un marché intérieur pour les mouvements de capitaux dans la Communauté. Cet objectif général comporte essentiellement trois exigences. Les deux premières concernent le bon fonctionnement des différents secteurs du marché, la troisième concerne l'équilibre entre ces différents secteurs.

3. En premier lieu, il faudrait que les systèmes fiscaux ne puissent avoir d'incidence sur le choix du lieu du placement ou de la transaction : cette exigence découle directement de la dimension désirée pour le marché, qui ne doit plus être limitée au seul cadre national.

4. Il faudrait, ensuite, que les systèmes fiscaux ne puissent avoir d'incidence sur le choix entre le placement direct par l'épargnant et le recours par ce dernier aux services d'un intermédiaire remplissant les fonctions de collecteur de l'épargne. Cette seconde exigence n'est actuellement que très imparfaitement satisfaite dans plusieurs pays membres, même pour les opérations financières internes : cela pourrait n'être qu'un obstacle mineur au bon fonctionnement d'un marché dans la mesure où l'épargne susceptible de s'y investir serait suffisamment informée de son fonctionnement technique et des possibilités de placement. En revanche, la possibilité de recourir aux services d'intermédiaires spécialisés paraît au groupe une condition fondamentale pour l'accès de plus vastes couches d'épargnants à des placements sur le marché des capitaux et notamment à des placements à l'étranger : d'où l'importance de cette exigence de neutralité.

5. Il faudrait enfin, qu'au moment où les marchés des capitaux seront intégrés, que les systèmes fiscaux des différents pays comportent des incitations équivalentes au développement relatif des divers types de placements et des divers modes de financement les uns par rapport aux autres. En attendant que cet objectif puisse être atteint, il faudrait tendre dans toute la mesure du possible à réduire les écarts existant en cette matière entre les systèmes fiscaux des États membres.

Ainsi qu'il a été exposé dans les chapitres précédents, le groupe d'experts n'entend pas défendre le principe d'un traitement fiscal identique des différents types de placements. Il admet que des différences de régime fiscal puissent être employées pour inciter à tel ou tel placement, de manière à établir entre les divers types de placements les rapports considérés comme conformes aux intérêts de l'économie (par exemple, l'établissement d'un régime fiscal plus favorable pour les placements à long terme, s'il apparaît opportun de lutter contre l'excessive liquidité de l'épargne; ou encore, l'établissement d'un régime fiscal plus favorable pour les placements à risques, si l'offre de capitaux à risques apparaît insuffisante).

Il estime toutefois qu'il serait souhaitable que les Etats membres en arrivent à pratiquer, en règle générale, les mêmes incitations à l'égard des mêmes types de placement et modes de financement. Cette exigence n'est pas immédiate. Les situations se présentant au départ dans les divers pays sont fort différentes et l'existence dans les systèmes nationaux d'incitations fiscales différentes ne paraît pas, dans les circonstances actuelles, incompatible avec le bon fonctionnement d'un marché européen des capitaux.

6. Dans la mesure où ces différences d'incitations fiscales ont un caractère permanent, elles n'affectent pas plus le fonctionnement de ce marché que ne le feraient des différences de pays à pays dans les échelles de préférences des épargnants et des entreprises. Par contre, les modifications des incitations dans un Etat peuvent troubler le marché, en introduisant soudainement des éléments nouveaux dans l'évolution de la structure de l'offre ou de la demande de capitaux.

Il semble toutefois qu'on ne pourra espérer que les Etats cessent de modifier unilatéralement ces incitations que lorsqu'ils seront convenus de le faire, ce qui suppose pratiquement qu'ils adoptent en cette matière une attitude uniforme. Jusqu'à ce moment, en effet, les Etats membres pourraient toujours invoquer, comme précédemment, la poursuite d'objectifs conjoncturels, structurels ou sociaux.

II. Les obstacles actuels

7. Les raisons pour lesquelles les exigences ci-dessus définies peuvent actuellement n'être pas satisfaites se ramènent à un nombre limité de catégories :

- doubles impositions;
- traitement préférentiel des placements effectués dans le seul pays du domicile fiscal ou, inversement, charges particulières à certains pays membres seulement;
- traitement différent de pays à pays de « revenus mobiliers », payés à des non-résidents ou à des personnes gardant l'anonymat.

Ces obstacles sont d'abord présentés en termes généraux afin de donner une vue d'ensemble des problèmes fiscaux qui se posent en cette matière. La façon dont les principaux problèmes peuvent être résolus est suggérée dans les sections suivantes.

A. LES DOUBLES IMPOSITIONS

A) LA DOUBLE IMPOSITION INTERNATIONALE

8. Indépendamment des différences de pays à pays entre les taux des impôts sur le revenu des personnes physiques ou sur les sociétés, la différence entre le rendement brut (avant impôts) et le rendement net (après impôts) d'un type donné de placement peut être plus ou moins grande suivant le pays du placement (source du revenu) lorsque ce dernier diffère du pays du domicile fiscal du bénéficiaire du revenu et qu'il y a perception dans les deux pays d'impôts dont les charges se superposent pour le bénéficiaire du revenu. Dans la mesure où le placement se fait en considération du rendement, ces doubles impositions tendent à créer une préférence pour les placements dans le pays du domicile fiscal du bénéficiaire du revenu.

On peut trouver des doubles impositions au niveau des impôts directs et au niveau des impôts indirects. Le taux de ces derniers est généralement moindre que celui des impôts directs mais, comme ils s'appliquent dans de nombreux cas au capital et non au revenu, leur incidence sur le rendement peut ne pas être négligeable.

La double imposition internationale serait évitée entre Etats qui conviendraient pour les différents types équivalents d'impôts d'une règle uniforme tendant à l'imposition dans un seul des deux pays, les options étant ⁽¹⁾ :

— pays du domicile (du siège) du bénéficiaire ou pays de la source pour les impôts frappant les revenus et les bénéfices;

— pays du domicile (ou du siège) ou pays du site (des éléments du patrimoine) pour les impôts frappant la fortune;

— pays de destination (de consommation) ou pays d'origine (de production) pour les impôts indirects.

Si les Etats membres convenaient d'adopter des principes uniformes d'imposition, il n'y aurait pas, en ce qui concerne les seules exigences d'un bon fonctionnement du marché des capitaux, d'argument majeur pour l'une ou l'autre de ces options, il faudrait choisir en fonction d'autres arguments tels que des considérations de technique fiscale ou des arguments budgétaires.

L'adoption de principes uniformes en vue de l'imposition exclusive des revenus dans un seul pays serait une solution idéale pour éviter les doubles impositions en cas de placements dans un pays autre que celui du domicile. Le groupe estime cependant que, toujours du seul point de vue des objectifs à atteindre en matière de marché des capitaux, elle n'est pas la seule. Il peut suffire de neutraliser au niveau de celui qui effectue les placements les effets de la double imposition, les impôts perçus dans l'autre pays étant remboursables ou intégralement imputables sur les impôts dus au pays du domicile.

⁽¹⁾ Selon la classification adoptée par le comité fiscal et financier, rapport du CFF, 1962, p. 76.

B) LA DOUBLE IMPOSITION EN CAS DE PLACEMENTS EFFECTUÉS PAR LES SOINS D'UN INTERMÉDIAIRE FINANCIER

9. Le rendement d'un placement peut différer suivant qu'il est effectué directement ou en recourant aux services d'un intermédiaire financier (et indépendamment du coût des services de l'intermédiaire), si aux impôts perçus en cas de placements par la voie directe s'ajoutent certains impôts au niveau de l'intermédiaire qui ne sont ni remboursables ni imputables au niveau de l'épargnant.

Il existe dans la plupart des Etats de la Communauté des modes de placements du second type qui échappent entièrement (ou très largement) à toute imposition supplémentaire mais, conçus le plus souvent en fonction de préoccupations d'ordre national, ils n'évitent le plus souvent pas l'inconvénient de la double imposition internationale lorsque les placements sont effectués dans un pays autre que celui du domicile et, plus encore, lorsque l'épargnant a son domicile fiscal dans un pays autre que celui de l'intermédiaire.

C) LES CONVENTIONS INTERNATIONALES EN VUE D'ÉVITER LA DOUBLE IMPOSITION

10. Même dans les relations entre pays de la Communauté, les cas dans lesquels il peut y avoir double imposition sont encore nombreux, soit que des conventions manquent encore (relations Italie-Luxembourg, Luxembourg-Pays-Bas) ou laissent en dehors de leur champ d'application les revenus mobiliers (Belgique-Pays-Bas), soit que certaines d'entre elles, très anciennes, ne soient plus adaptées aux régimes fiscaux actuels.

D'autre part, les conventions bilatérales actuelles s'inspirent de principes différents et parfois même opposés. De ce fait, les méthodes employées pour éviter la double imposition varient beaucoup d'une convention à l'autre. En outre, la complication de certaines procédures d'application des conventions est de nature à décourager certains investisseurs d'opérer des placements à l'étranger.

La solution idéale pour l'élimination des cas où subsiste une double imposition, dans les relations entre Etats membres, consisterait sans doute en la conclusion entre ces Etats d'une convention multilatérale : la conclusion d'une telle convention inspirée de la convention modèle de l'OCDE est d'ailleurs à l'étude.

Dans la mesure où les travaux actuellement en cours en cette matière tarderaient à aboutir, il pourrait être opportun de rechercher, au moins à titre provisoire, une solution au problème de la double imposition dans le cadre de conventions bilatérales, en complétant le réseau de ces conventions et en améliorant celles qui existent déjà, de manière à éviter la coexistence de principes et de techniques d'application trop différents. L'examen des solutions pratiques que les conventions multilatérales ou bilatérales pourraient adopter est l'objet principal des sections III, IV et V de ce chapitre.

Des mesures unilatérales des Etats peuvent remédier également aux inconvénients de la double imposition pour leurs résidents : certains pays admettent déjà en l'absence de conventions une imputation, au moins partielle, des retenues étrangères.

B. L'EXISTENCE D'AVANTAGES FISCAUX OU DE CHARGES FISCALES S'APPLIQUANT DE FAÇON LIMITATIVE AUX PLACEMENTS EFFECTUÉS DANS CERTAINS PAYS

A) OCTROI D'AVANTAGES FISCAUX AUX PLACEMENTS EFFECTUÉS DANS LE SEUL PAYS DE LA RÉSIDENCE

11. Il n'y a pas d'incitation à effectuer le placement dans un pays plutôt que dans un autre si l'avantage profite également à quiconque effectue le placement, quel que soit le pays de son domicile fiscal : il s'agit alors d'un avantage accordé à l'utilisateur des capitaux. L'avantage n'a pas non plus d'incidence sur le choix du pays de placements s'il est accordé par un Etat aux personnes qui y ont leur domicile fiscal sans condition relative au pays du placement. Par contre, les avantages fiscaux qui seraient accordés sous condition de placement dans le seul pays de la résidence sont, par définition, directement contraires à la neutralité souhaitée des régimes fiscaux.

B) CHARGES FISCALES PLUS ÉLEVÉES FRAPPANT DES PLACEMENTS OU DES MODES DE FINANCEMENT DANS CERTAINS PAYS

L'existence dans un pays d'un impôt sans équivalent dans d'autres, ou celle d'un même impôt à un taux plus élevé peuvent avoir pour effet d'y rendre certains modes de financement plus onéreux que dans d'autres pays ou d'y augmenter le coût de certains types de transactions financières. C'est souvent le cas en matière d'impôts indirects sur le rassemblement et la circulation des capitaux. C'est, en matière d'impôts directs, surtout le cas de certains impôts cédulaires. Certaines différences dans les systèmes d'impôts sur les sociétés pourraient avoir le même effet, mais cette question déborde le cadre de la présente étude.

C. LE TRAITEMENT DIFFÉRENT DE PAYS À PAYS DES « REVENUS MOBILIERS » PAYÉS À DES NON-RÉSIDENTS OU À DES PERSONNES GARDANT L'ANONYMAT

12. Lorsqu'un dividende ou un intérêt sont payés dans le pays de la source de ce revenu à un non-résident n'invoquant pas le bénéfice d'une convention, l'administration fiscale du pays du domicile du bénéficiaire n'en est actuellement normalement pas avertie. Comme de nombreux pays appliquent à l'égard des non-résidents le principe de l'obligation fiscale limitée par l'imposition d'une retenue à la source à un taux fixe, il est souvent possible au non-résident bénéficiaire du revenu de se soustraire unilatéralement à tout impôt progressif en touchant ce revenu dans le pays de la source, sans le déclarer dans le pays de son domicile, de manière à n'être imposé que dans le pays de la source et au taux forfaitaire pratiqué par ce pays à l'égard des non-résidents n'invoquant pas le bénéfice d'une convention internationale.

Certains pays admettent que même leurs résidents échappent à la progressivité de l'impôt personnel sur certaines catégories de revenus mobiliers en acceptant que ces revenus soient soumis à une retenue libératoire de tous autres impôts. D'autres pays, sans admettre en droit le principe de la retenue libératoire, pratiquent une retenue

qui peut avoir en fait ce caractère, l'identité des bénéficiaires l'acquittant n'étant pas communiquée au fisc. Enfin, certains pays ne soumettent pas le paiement des intérêts à retenue tout en n'exigeant pas la communication au fisc de l'identité des bénéficiaires.

Ces possibilités d'échapper à la progressivité de l'impôt personnel sur certains revenus mobiliers présentent une attraction évidente pour les personnes imposées dans le pays de leur domicile à un taux marginal supérieur à celui des retenues à la source considérées. Elles peuvent tenter aussi des personnes imposées à un taux marginal moindre, il s'agit d'un revenu étranger qui, à défaut de convention satisfaisante, n'échapperait pas entièrement à la double imposition, en cas de déclaration.

Les différences de pays à pays en matière de régime fiscal des revenus de capitaux payés à des non-résidents n'invokant pas le bénéfice d'une convention ou — dans les pays qui l'admettent — à des personnes gardant l'anonymat, peuvent, dans certaines situations du marché, avoir une incidence sur le coût des capitaux pour l'utilisateur et, partant, sur le développement relatif des diverses formes de financement. Pour éviter ces effets directement contraires aux exigences de développement et de bon fonctionnement du marché européen, une plus grande harmonisation au sein de la Communauté des régimes d'imposition et de contrôle s'impose. Le groupe d'experts estime cette harmonisation particulièrement urgente en matière de placements à revenu fixe. Lors du choix d'un placement en actions, la considération du rendement immédiat joue, en effet, un rôle moins directement déterminant qu'en matière de placements à revenu fixe.

13. Les tableaux B et E de l'annexe indiquent le taux marginal d'impôt sur le revenu des personnes physiques à partir duquel l'épargnant aurait intérêt à se soustraire à la progressivité de l'impôt personnel en payant la retenue libératoire de l'impôt personnel, ou en touchant les revenus d'actions et d'obligations dans un pays où il puisse garder l'anonymat vis-à-vis de l'administration fiscale de son domicile. Les tableaux tiennent compte du jeu des conventions internationales tendant à éviter la double imposition, de l'imputation d'impôts étrangers accordée par certains pays, même en l'absence de convention, ainsi que des « crédits d'impôts » accordés par certains pays. Ces tableaux montrent dans quelles conditions il peut y avoir avantage à se soustraire à l'impôt personnel progressif; ils n'indiquent pas s'il y a incitation à effectuer un placement dans un pays plutôt que dans un autre.

III. L'aménagement de l'imposition directe en matière de placements effectués par des personnes physiques

14. Le développement d'un véritable marché international en matière de placements effectués directement par des personnes physiques se heurte principalement à deux des types d'obstacles évoqués :

— double imposition des revenus;

— octroi d'avantages fiscaux aux seuls placements effectués dans le pays de la résidence.

Le groupe s'est penché surtout sur les cas des placements en actions et obligations, principales catégories d'opérations effectuées par des particuliers pour lesquelles les considérations fiscales peuvent être déterminantes lors du choix du pays de placement.

De plus, il s'est limité à l'examen des problèmes posés par les impôts sur les revenus. Il ne lui est pas apparu possible à ce stade d'étudier en détail les impôts frappant les gains en capital, la fortune et les successions. Ces impôts peuvent poser des problèmes analogues à ceux que posent les impôts sur les revenus et il est vraisemblable que les solutions à y apporter pourraient s'inspirer des mêmes principes.

A. PLACEMENTS EN ACTIONS EFFECTUÉS PAR UNE PERSONNE PHYSIQUE

A) LA DOUBLE IMPOSITION DU REVENU

15. Le paiement d'un dividende à une personne physique résidant dans un pays différent de celui du siège de la société peut entraîner un prélèvement fiscal à deux niveaux quand le dividende est payé dans le pays de la société : la retenue à la source dans le pays de la société et l'impôt sur le revenu des personnes physiques dans le pays du domicile fiscal de l'actionnaire. Quand le dividende est touché par l'actionnaire dans le pays de son domicile, cela peut donner lieu à la perception d'une retenue fiscale par l'organisme payeur. Cette dernière retenue est un acompte sur l'impôt sur le revenu : en principe, elle est intégralement imputable et le trop perçu éventuel est remboursé. Pour éviter les phénomènes de double imposition décrits ci-dessus, il y a une gamme de solutions techniques possibles.

16. Les Etats membres pourraient convenir de n'imposer le revenu que dans un pays : perception dans le pays de la société d'une retenue qui serait en fait un impôt définitif (et renonciation à l'impôt sur le revenu dans le pays du domicile) ou, alternativement, imposition exclusive dans ce dernier pays.

La première de ces deux solutions n'apparaît acceptable que comme option laissée à l'actionnaire; il faudrait organiser conjointement une autre procédure pour les actionnaires imposés sur le revenu à un taux marginal inférieur à celui de la retenue étrangère, afin d'éviter que ces personnes ne soient pénalisées et ne renoncent à leurs placements à l'étranger.

Par contre, l'imposition dans le seul pays de l'actionnaire n'appellerait sous l'angle particulier de cette étude aucune réserve de la part du groupe : elle peut être organisée sur le plan technique par non-perception de la retenue à l'égard de l'actionnaire étranger ou par remboursement de cette retenue. Le système de la non-perception évite à l'actionnaire d'avoir à toucher son revenu en deux fois, mais il est susceptible d'ouvrir une porte à l'évasion fiscale s'il ne s'accompagne d'une extension de la collaboration entre les administrations fiscales des différents Etats en vue de la communication de l'identité de l'actionnaire à l'administration fiscale du pays de son domicile.

Quant au système du remboursement qui est actuellement pratiqué dans les relations entre certains pays, il s'effectue sur présentation par l'actionnaire de la preuve qu'il a déclaré le revenu considéré à l'administration fiscale de son pays.

17. Plutôt que de s'accorder sur l'imposition dans un seul pays, les Etats convenant d'éviter entre eux la double imposition pourraient préférer le partage des recettes fiscales par perception d'une retenue dans l'Etat de la source et imputation systématique de cette retenue dans l'Etat du domicile, l'imputation étant complétée d'un remboursement lorsque l'impôt du bénéficiaire est inférieur au montant de la retenue ou lorsque le bénéficiaire n'est pas imposable.

Cette solution est une amélioration des systèmes déjà couramment pratiqués pour éviter la double imposition et qui consistent à réaliser la taxation des revenus mobiliers au pays du domicile tout en sauvegardant les intérêts financiers de l'Etat de la source, ou en d'autres termes à partager entre les deux Etats le produit de l'imposition de ces revenus, le résultat de ce partage dépendant du taux de la retenue pratiquée et du niveau de l'impôt auquel est finalement assujéti le bénéficiaire des revenus dans l'Etat de son domicile. Pour équilibrer le partage, les conventions actuelles adoptant cette solution prévoient souvent dans les rapports entre pays signataires un taux de retenue inférieur au taux normalement pratiqué à l'égard des étrangers ne pouvant (ou ne désirant) invoquer le bénéfice d'une convention (ce taux réduit peut s'obtenir par remboursement d'une partie de la retenue effectuée au taux ordinaire ou par la perception d'emblée à un taux réduit).

18. La façon dont les Etats choisissent de répartir entre eux les recettes fiscales n'a guère d'incidence sur le fonctionnement des marchés financiers. Il convient par contre que toute retenue effectuée dans le pays de la société, et non remboursable, puisse être intégralement imputée dans le pays de l'actionnaire, voire remboursée si elle était supérieure à l'impôt sur le revenu dû dans ce dernier pays.

Ce résultat n'est actuellement qu'imparfaitement atteint. Certains pays n'autorisent aucune imputation des retenues étrangères. Les systèmes en vigueur dans les autres ne permettent souvent qu'une imputation partielle. De nombreux pays n'autorisent l'imputation des retenues étrangères qu'à concurrence de l'impôt national dû sur la quotité du revenu représentée par le dividende étranger : cela pénalise les placements étrangers des personnes imposées à un taux inférieur à celui de la retenue étrangère. D'autres pays réalisent l'imputation des retenues effectuées à l'étranger sans limite relative au taux auquel l'actionnaire est soumis à l'impôt national sur le revenu, mais jusqu'à concurrence seulement des taux de retenue qu'ils pratiquent à l'égard des actionnaires étrangers de leurs sociétés nationales (voir tableau A de l'annexe).

19. Mises à part les complications administratives que de tels systèmes peuvent comporter, le groupe ne verrait pas d'objections à ce que les Etats membres conviennent de maintenir dans l'Etat de la source une retenue à l'égard des actionnaires étrangers à condition que cette retenue soit intégralement imputable sur les impôts dus par l'actionnaire dans le pays de son domicile et que le trop-perçu éventuel puisse être remboursé. Cette solution comporterait le principe, non admis aujourd'hui, du remboursement éventuel de la retenue par l'Etat du domicile : elle pourrait conduire à procéder à des compensations financières entre Etats dans la mesure où les Etats n'admettraient pas de rembourser un impôt qu'ils n'ont pas perçu. Une telle retenue

ayant toujours pour l'actionnaire le caractère d'un acompte ne devrait guère avoir d'incidence sur le choix du pays du placement, quel que soit son taux. Il serait préférable que le taux de cette retenue soit le même dans tous les pays et qu'il soit identique à celui des retenues prélevées à l'égard des actionnaires résidant dans le pays même de la société : en facilitant les comparaisons de rendement, cela contribuerait à rendre plus effective la neutralité des systèmes fiscaux en ce qui concerne le choix du lieu de placement.

B) L'OCTROI D'AVANTAGES FISCAUX AUX PLACEMENTS EFFECTUÉS DANS LE SEUL PAYS DE LA RÉSIDENCE

20. Un problème très particulier s'est posé depuis quelques temps en raison du recours de certains pays à des techniques fiscales qui peuvent faire obstacle à la circulation internationale des capitaux.

La Belgique accorde à ses résidents et sur les dividendes des seules sociétés nationales un « crédit d'impôt » constituant en pratique une restitution à leur égard d'une partie de l'impôt sur les bénéfices qui a été payé par ces sociétés.

En France, il existe un « crédit d'impôt » qui est, en apparence, le même pour les dividendes de sociétés nationales et pour ceux de sociétés étrangères, mais qui ne constitue une restitution au profit de l'actionnaire d'une partie de l'impôt sur des bénéfices de sociétés que pour les dividendes de sociétés nationales : pour les dividendes de sociétés étrangères, le crédit d'impôt n'est que la restitution d'une retenue particulière pratiquée en France ou dans le pays de la société (en cas de convention entre la France et ce dernier pays). L'actionnaire français qui déclare un dividende de 100 a le droit d'imputer 50 sur ses impôts ou d'obtenir la restitution totale ou partielle de cette somme s'il n'a plus d'impôts à payer. Dans le cas d'un dividende de société française, le dividende de 100 reçu n'a subi aucune retenue à la source : les 50 imputés sont donc la restitution d'un impôt, à charge de la société, payé avant la distribution du dividende. Dans le cas d'un dividende étranger de 100, une retenue de 33,3% est appliquée et c'est seulement cette retenue qui peut être imputée. Le revenu effectif de l'actionnaire n'est donc que de 100 alors qu'il est de 150 pour une société française mettant en distribution un dividende identique. Il s'agit donc d'un système ayant une portée radicalement différente suivant qu'il s'agit d'une société française ou d'une société étrangère.

21. Dans la mesure où la majorité des actionnaires actuels peut bénéficier du crédit d'impôt, l'introduction d'un tel système ouvre à la société une gamme de possibilités allant du maintien du revenu, avoir fiscal compris, de l'actionnaire (en réduisant le dividende à concurrence du crédit d'impôt et en augmentant d'autant l'autofinancement)⁽¹⁾, au maintien du dividende « correspondant à une augmentation du revenu net des actionnaires) pour que la réduction de la « double imposition économique » (cumul de l'impôt sur les sociétés et de l'impôt sur le revenu des personnes physiques) puisse servir à faciliter le financement externe des entreprises par capitaux à risques.

(¹) Il ne s'agit pas d'une hypothèse purement théorique, puisque de nombreux exemples concrets d'une telle option ont déjà pu être constatés depuis l'entrée en vigueur de la loi française.

22. A l'égard des actionnaires, l'introduction du crédit d'impôt peut produire plusieurs types d'effets. Elle tend à être l'occasion d'un gain en capital lors de la capitalisation par le marché des possibilités accrues de rendement qu'elle comporte pour les actionnaires résidant dans le pays de la société. Elle tend de même à faire des actions de sociétés nationales un placement plus avantageux pour les résidents que pour les non-résidents et tend aussi à faire de ces actions un placement plus avantageux pour les résidents que les actions de sociétés étrangères. Ces effets mettent le système du « crédit d'impôt », tel qu'il est actuellement organisé, en contradiction directe avec le premier des objectifs proposés, à savoir que les systèmes fiscaux ne puissent avoir d'incidence sur le choix du lieu de placement.

23. Indépendamment des doutes que l'on peut avoir sur l'efficacité vis-à-vis des actionnaires d'un stimulant fiscal aussi complexe, c'est essentiellement en raison de la différence de traitement qu'il établit, d'une part, entre revenus d'actions nationales et revenus d'actions étrangères et, d'autre part, entre résidents et non-résidents que le crédit d'impôt dans sa forme actuelle appelle des réserves expresses.

Pour éviter ces effets de cloisonnement, on pourrait imaginer d'octroyer le même crédit d'impôt à l'occasion du paiement des dividendes de sociétés étrangères. Une solution plus conforme aux exigences de bon fonctionnement du marché serait de faire bénéficier les non-résidents d'une ristourne de l'impôt sur les sociétés, équivalente au crédit d'impôt. Cette deuxième solution rejoindrait d'ailleurs un système qui poursuit les mêmes buts que le crédit d'impôt, tout en évitant les effets discriminatoires qui s'attachent à ce dernier : c'est la perception de l'impôt à un taux réduit sur la quotité distribuée des bénéfices des sociétés, système actuellement pratiqué en Allemagne.

24. Dans l'hypothèse de l'adoption généralisée du principe de la réduction du taux de l'impôt sur la part distribuée des bénéfices des sociétés, il serait souhaitable que les Etats adoptent en outre un taux réduit uniforme : en matière d'incitation au développement relatif des divers types de placement et modes de financement les uns par rapport aux autres, l'uniformité des systèmes fiscaux des différents pays est, en effet, la solution qui offre le plus de garanties de fonctionnement régulier du marché des capitaux.

B. LES PLACEMENTS EN OBLIGATIONS EFFECTUÉS PAR UNE PERSONNE PHYSIQUE

25. Les différences de traitement fiscal du revenu aboutissent à cloisonner le marché en matière d'obligations bien plus qu'en matière d'actions. Lors de l'achat d'une action, la considération des chances de plus-value peut passer au premier plan, celle du niveau des dividendes devenant accessoire; dans l'achat d'une obligation la considération du rendement est toujours essentielle.

Les causes techniques du cloisonnement du marché des obligations par l'effet des systèmes fiscaux sont semblables à celles qui ont été décrites pour le marché des actions.

26. Entre personnes déclarant leurs revenus d'obligations, une différence de rendement peut s'établir selon qu'elles résident dans le pays d'émission ou dans un autre pays; s'il y a une retenue perçue à la source dans le pays d'émission et si cette retenue n'est pas remboursée ou intégralement imputée dans le pays du domicile de l'obligataire.

Certains pays donnent à tous les emprunts émis chez eux une vocation internationale en ne percevant aucune retenue à la source. D'autres Etats, qui n'ont pas adopté ce principe, ont cependant renoncé à la retenue à la source sur certains emprunts des pouvoirs publics ou d'établissements qui leur sont subordonnés. Ces différences de traitement suivant les catégories d'emprunts semblent d'ailleurs en voie de disparition sauf en Italie, où il existe un système particulier. Il est perçu sur les intérêts d'obligations italiennes un impôt sans équivalent à l'étranger, l'impôt sur les revenus de la richesse mobilière (*imposta sui redditi di ricchezza mobile*) de catégorie A, dont le taux est de l'ordre de 32%. En raison de son caractère cédulaire, cet impôt (qui, théoriquement à charge du créancier, est retenu et payé par le débiteur) ne peut en aucun cas être imputé sur les impôts dus par le créancier sur l'ensemble de son revenu : cela tend à faire de l'emprunt obligataire un mode de financement relativement plus onéreux en Italie pour les entreprises privées.

Le bon fonctionnement d'un marché européen demande, en matière de revenus d'obligations comme en matière de revenus d'actions, que les porteurs des autres pays membres puissent obtenir la restitution des retenues à la source ou l'imputation de ces retenues sur les impôts qu'ils doivent dans le pays de leur domicile. Les procédures possibles ont été évoquées pour les actions. Ce point ne demande ici pas de nouveau développement car le principal problème qui se pose en matière de marché des obligations est autre.

27. Il existe de pays à pays — voire même parfois d'emprunt à emprunt — d'importantes différences en matière de traitement fiscal des intérêts versés à des non-résidents n'invoquant pas le bénéfice d'une convention ou à des personnes gardant l'anonymat. Ces différences de régimes fiscaux tendent à entraîner des différences en matière de coût du financement par emprunt obligataire. Dans la mesure, en effet, où les marchés sont intégrés, le rendement net qu'il faut offrir aux prêteurs tend à être le même dans tous les pays. Par conséquent, si les intérêts de certains emprunts subissent une retenue à la source, l'emprunteur peut devoir la prendre à sa charge — en offrant un intérêt brut accru — dans la mesure où cette retenue est considérée par le prêteur comme un impôt définitif plutôt que comme un acompte sur un impôt dont il se serait acquitté de toute façon (c'est-à-dire en fait, dans la mesure où le prêteur ne peut imputer la retenue ou ne déclare pas ce revenu dans le pays de son domicile). Ainsi, le coût du financement par un emprunt dont les intérêts sont frappés de retenue ne peut-il jamais être inférieur à ce qu'il serait en l'absence de retenue, mais il peut lui être supérieur du montant de la retenue dans les cas où il n'y a qu'une offre limitée de capitaux de la part de prêteurs déclarant les intérêts qu'ils reçoivent et pouvant imputer la retenue ou en obtenir le remboursement.

28. Dans la mesure où les différences entre les régimes fiscaux des emprunts obligataires entraînent un coût différent de pays à pays de ce mode de financement, elles tendent à entraîner aussi des différences en matière de coût relatif des divers modes

de financement. Comme il a été exposé au début de ce chapitre de telles différences font d'autant plus obstacle au bon fonctionnement d'un marché financier européen qu'il s'agit de différences dont l'ampleur peut se modifier constamment.

29. Il faudrait, dans les pays de la Communauté, un traitement plus uniforme des créanciers obligataires. On pourrait envisager la renonciation à toute retenue ou l'application dans tous les pays d'une retenue au même taux.

Dans la seconde hypothèse, un taux relativement faible s'imposerait. On constate, en effet, que le marché des obligations s'est davantage développé dans les pays où leurs revenus ne sont, en droit ou en fait, pas soumis à l'impôt.

De plus, lorsque sur les dividendes qu'elles distribuent, les sociétés ne peuvent pas se soustraire à une retenue à la source prélevée par le pays où elles ont leur siège (à moins de changer ce siège), les sociétés qui désirent procéder à un emprunt obligataire peuvent, le cas échéant, échapper à la retenue en émettant l'emprunt à l'étranger, dans un pays qui ne perçoit pas de retenue à la source.

30. Le régime fiscal des obligations pose encore un autre ordre de problèmes. Il existe, en effet, en matière d'obligations également, certains cas d'avantages accordés aux seuls résidents.

C'est ainsi qu'en Belgique l'Etat accorde un véritable « crédit d'impôt » en permettant au créancier d'imputer une retenue au taux normal sur certains emprunts publics qui en sont partiellement exempts en vertu d'un privilège accordé à une époque où prévalait un système fiscal modifié depuis. L'incidence pratique de ces crédits d'impôts est faible, dans la mesure où les porteurs préfèrent garder l'anonymat.

L'Allemagne qui, sur certaines catégories d'emprunts, ne percevait d'abord aucune retenue à la source sur les intérêts, même s'ils étaient versés à des créanciers gardant l'anonymat vis-à-vis du fisc, a introduit ensuite une retenue de 25% à l'égard des seuls porteurs non-résidents : cela revient surtout à établir une discrimination de fait entre non-résidents parmi les créanciers ne déclarant pas au fisc les revenus de ces obligations. L'introduction de cette retenue a entraîné des ventes importantes par les porteurs étrangers désirant garder l'anonymat ou ne pouvant obtenir ni la restitution ni l'imputation de la retenue, à défaut de convention entre leur pays et l'Allemagne ou de disposition de la législation de leur pays octroyant unilatéralement l'imputation des impôts prélevés à l'étranger.

31. Quant aux problèmes de transition, la modification du régime fiscal d'un emprunt peut modifier son rendement pour certaines catégories de personnes et amener un changement des cours des obligations. Aussi, le groupe estime-t-il que, plutôt que d'appliquer d'emblée une règle commune aux obligations de statuts fiscaux divers actuellement en circulation, il vaudrait mieux aménager la transition en appliquant un éventuel régime commun aux seuls emprunts nouvellement émis sauf si le nouveau régime est plus favorable, auquel cas on pourrait assimiler les emprunts anciens aux nouveaux. Il semble en effet primordial pour le bon fonctionnement du marché de ne pas ébranler la confiance des investisseurs dans la permanence, à leur égard et jusqu'à l'échéance, d'un régime fiscal au moins aussi favorable qu'au moment de l'émission.

IV. L'aménagement de l'imposition directe en matière de placements effectués par des établissements financiers

32. Le régime fiscal des revenus de placement des établissements financiers pose, du point de vue du développement et du bon fonctionnement d'un marché européen, deux types de problèmes.

Il s'agit d'abord d'éviter que les systèmes fiscaux ne puissent avoir une incidence sur le choix des pays où ces personnes morales effectuent leurs placements.

Il faut ensuite que les personnes physiques puissent, au lieu d'effectuer directement leurs placements, confier ce soin à certaines institutions financières sans que cette formule comporte un désavantage fiscal.

A. LES PLACEMENTS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

33. Dans la mesure où les établissements financiers effectuent des placements en tant qu'investisseurs institutionnels et non comme de purs intermédiaires, il suffit, pour éviter que les systèmes fiscaux ne les incitent à effectuer leurs placements dans tel pays plutôt que dans tel autre, que les retenues prélevées dans le pays de la source et qui ne seraient pas restituées par ce dernier, puissent être intégralement imputées dans le pays où les établissements financiers sont imposés (avec remboursement éventuel du trop-perçu), et qu'il n'y ait pas d'avantages particuliers attachés aux seuls placements dans ce pays.

Le problème de la restitution ou de l'imputation des retenues étrangères se pose dans les mêmes termes à l'égard des investisseurs institutionnels (compagnies d'assurances et fonds de pension) qu'à l'égard des personnes physiques et appelle, d'une façon générale, les mêmes solutions. De même, en ce qui concerne les institutions financières, qui accordent des crédits directs à l'étranger, doit-on considérer que les solutions jusqu'ici adoptées dans plusieurs Etats membres, représentent une certaine analogie avec celles qui ont été analysées dans le point 26 relatif aux placements effectués en valeurs mobilières. En effet, le régime fiscal applicable aux intérêts des crédits directs peut entraîner une double imposition lorsque le débiteur est domicilié en France, en Belgique et en Italie, ces pays effectuant une retenue à la source sur ces intérêts comme sur ceux des obligations. En revanche, les Pays-Bas ne pratiquent aucune retenue sur les intérêts perçus et, en Allemagne et au Luxembourg, il n'existe pas de retenue sur les intérêts de créances non obligataires.

34. Il se présente, toutefois, une difficulté supplémentaire en raison d'une particularité du régime fiscal des revenus de personnes morales dans certains pays membres. Les retenues effectuées dans le pays de résidence sur les revenus touchés par une personne physique sont, en règle très générale, non seulement imputables sur les impôts dus par cette personne, mais encore remboursables si leur montant venait à dépasser celui des impôts. Si, en matière de revenus touchés par une personne morale, la même règle s'applique dans certains pays, d'autres ne prévoient que l'imputation, à l'exclusion de tout remboursement : la retenue pourrait donc, dans certaines conditions, constituer un impôt définitif.

Il est pratiquement impossible d'apprécier quelle influence cet impôt définitif peut exercer actuellement sur le choix des placements des investisseurs institutionnels car elle existe concurremment avec d'autres différences entre les régimes fiscaux susceptibles, elles aussi, d'avoir une incidence sur la structure des placements, notamment en matière de possibilités d'imputation des retenues à la source opérées dans un pays étranger.

B. LES PLACEMENTS EFFECTUÉS PAR DES SOCIÉTÉS DE PORTEFEUILLE, DES SOCIÉTÉS D'INVESTISSEMENT, DES FONDS DE PLACEMENT OU DES ORGANISMES ANALOGUES

35. En matière de placements effectués par des intermédiaires financiers susceptibles d'en transmettre le revenu comme tel à des personnes physiques ou à d'autres personnes morales, l'objectif de développement et de bon fonctionnement d'un marché européen des capitaux comporte une exigence supplémentaire. Il faut qu'il existe certaines formules assurant la « transparence fiscale », c'est-à-dire des formules dans lesquelles les revenus de placements transmis à d'autres personnes leur parviennent comme si elles avaient effectué directement ces placements, de manière à ne pas pénaliser fiscalement les personnes qui préfèrent faire gérer leur épargne par des intermédiaires qualifiés. Cela suppose que dans ces formules aucun impôt supplémentaire ne soit perçu sur le revenu des placements considérés au niveau de l'intermédiaire et, en outre, que puissent être imputées par le bénéficiaire final du revenu les retenues à la source qui n'auraient pas déjà été restituées à l'intermédiaire ou imputées par lui.

La gestion de l'épargne par des intermédiaires financiers peut prendre toute une gamme de formes. A la limite, on trouve des organismes que l'on peut difficilement considérer encore comme de purs intermédiaires car ils ont pour but de gérer des participations qui leur donnent un réel contrôle sur certaines entreprises. Il paraît souhaitable d'en traiter également car il se pose à leur propos le même problème de transparence fiscale. Il n'entre cependant pas dans le propos du groupe de considérer ici le problème des relations entre sociétés-mères et filiales, malgré l'analogie des problèmes fiscaux qui se posent; il s'agit dans ce dernier cas d'un régime fiscal concernant des capitaux d'exploitation et non des capitaux de placement, qui sont seuls considérés dans cette étude.

36. D'une façon générale, dans les pays de la Communauté, les revenus de placements transitant par des sociétés anonymes de type courant sont le plus souvent imposés deux fois parce que, en plus des retenues perçues à la source, ils sont soumis à l'impôt sur les bénéfices des sociétés. Il n'y a, à ce principe, d'exception que pour les revenus d'actions touchés par des sociétés belges : l'impôt sur les bénéfices des sociétés n'y est perçu que sur 15% (10% à partir de 1967) du dividende net, ce taux étant réduit à 5% pour les sociétés industrielles. L'incidence de l'impôt sur les bénéfices des sociétés au niveau de l'intermédiaire est donc faible dans ce cas. Il n'y a pas superposition d'autres impôts directs pour les dividendes d'origine belge : lors de la redistribution du dividende, la société est exemptée de la retenue à la source et l'actionnaire peut imputer la retenue payée lors de la première distribution. Le régime qui s'applique en matière de dividendes de sociétés étrangères redistribués par une société belge est analogue tout en étant moins favorable, car il n'y a généralement ni

imputation ni restitution de la retenue étrangère. La non-imputation de la retenue étrangère tend cependant à être compensée, pour des personnes physiques belges actionnaires de la société ayant un portefeuille et déclarant les dividendes qu'elles en reçoivent, par le jeu du « crédit d'impôt » qui s'applique également en cas de redistribution par la société belge de dividendes étrangers. De plus, le taux normal de précompte mobilier applicable aux dividendes d'origine étrangère à leur entrée en Belgique est — sauf convention internationale — réduit à 10% pour les revenus encaissés ou recueillis à partir du 1^{er} janvier 1965 par des sociétés belges de capitaux ou par des personnes morales assimilées.

Ces règles aboutissent à ce que, pour les placements en actions, les sociétés belges ayant un portefeuille peuvent procurer à leurs actionnaires un revenu voisin de celui qu'ils obtiendraient en effectuant directement ces mêmes placements. Pour les obligations, par contre, le placement direct est seul intéressant, la transparence n'étant pas réalisée.

37. Au Luxembourg, il y a un régime fiscal particulier pour les sociétés de participations financières répondant au statut de la société holding. Est considérée comme telle toute société luxembourgeoise qui a pour objet exclusif la prise de participation sous quelque forme que ce soit dans d'autres entreprises luxembourgeoises ou étrangères et la gestion ainsi que la mise en valeur de ces participations, sans avoir d'activité industrielle propre ni d'établissement commercial ouvert au public.

Les holdings sont exonérées des impôts directs frappant normalement les sociétés et ne sont soumises qu'à certains impôts spécifiques dont la charge est réduite. Elles sont également exonérées de retenue à la source sur les dividendes qu'elles distribuent. En revanche, les dividendes qu'elles reçoivent de sociétés luxembourgeoises subissent la retenue sans que celle-ci puisse être restituée ou imputée. De même, les revenus mobiliers d'origine étrangère recueillis par les holdings ne bénéficient pas des atténuations éventuellement prévues par des conventions tendant à éviter la double imposition, celles-ci ne s'appliquant jamais aux holdings.

Les bénéficiaires réservés des holdings échappent pratiquement à tout impôt. C'est ce dernier avantage qui donne le plus d'attraits au système : il fait, de filiales ayant le statut de holdings luxembourgeoises, un mode de gestion souvent plus avantageux que la gestion directe pour certains actifs de sociétés désireuses de réinvestir les profits de cette gestion. A l'égard des personnes physiques, les parts de holdings luxembourgeoises procurent pratiquement le même revenu net que des placements directs effectués en gardant l'anonymat.

38. Les Pays-Bas ont établi un régime fiscal particulier pour la société d'investissement mobilier (Beleggingsmaatschappij), dont l'objet social est exclusivement l'acquisition, la possession, la gestion et l'aliénation d'actions. S'il s'agit d'une société dont les actions sont cotées à la bourse d'Amsterdam ou de Rotterdam, les dividendes reçus ne sont pas compris dans son bénéfice imposable, pour autant qu'ils proviennent de sociétés soumises à un impôt analogue à l'impôt néerlandais sur les bénéfices des sociétés, ce qui exclut notamment les holdings luxembourgeoises. Les sociétés d'investissement mobilier dont les actions ne sont pas cotées jouissent des mêmes exonérations, à condition qu'elles distribuent à leurs actionnaires 60% au moins des dividendes et bénéfices reçus au cours de l'année comptable.

Les dividendes distribués par ces sociétés d'investissement subissent la retenue à la source au taux normal de 25%. En ce qui concerne les redistributions de dividendes reçus de sociétés néerlandaises, cela ne constitue toutefois pas une nouvelle charge, car la société peut imputer la retenue précédemment perçue.

En ce qui concerne les redistributions de dividendes reçus de sociétés étrangères, cela entraîne une double imposition, excepté quand ils proviennent de pays ayant avec les Pays-Bas une convention prévoyant la restitution ou l'imputation de la retenue au bénéfice de l'actionnaire néerlandais.

Ces règles aboutissent pratiquement à ce que les sociétés d'investissement néerlandaises procurent à leurs actionnaires néerlandais un revenu analogue à celui qu'ils obtiendraient en effectuant directement les mêmes placements en actions et en déclarant les revenus qu'ils en obtiennent. Les sociétés d'investissement néerlandaises peuvent présenter la transparence fiscale dans les mêmes conditions à l'égard de leurs actionnaires étrangers résidant dans un pays ayant conclu avec les Pays-Bas une convention prévoyant la restitution ou l'imputation à leur égard des retenues néerlandaises. Ces sociétés ne permettent, par contre, pas d'assurer la transparence fiscale pour les placements en obligations, leur régime n'ayant été conçu que pour les placements en actions.

39. Le régime fiscal des sociétés d'investissement françaises est plus large que celui des sociétés néerlandaises en ce sens que l'exemption de l'impôt sur les bénéfices des sociétés s'étend aux revenus d'obligations. L'exemption d'impôt sur les bénéfices des sociétés peut toutefois être soumise à certaines conditions de redistribution; c'est le cas pour les SICAV (Sociétés d'investissement à capital variable).

Les dividendes des sociétés d'investissement français sont exemptés de retenue à la source; de plus, les actionnaires français peuvent imputer les retenues perçues en amont de la société d'investissement et, le cas échéant, bénéficier du crédit d'impôt dans les mêmes conditions que s'ils avaient effectué directement des placements identiques.

Le régime fiscal de retenue des sociétés d'investissement présente pour les actionnaires étrangers l'inconvénient de ne pas leur permettre d'obtenir, dans le cadre des conventions existantes, la prise en considération par restitution ou imputation des retenues faites en amont de la société d'investissement.

40. En Italie, il existe une société d'investissement « closed end ». Les dividendes qu'elle perçoit ne sont plus soumis en son chef à l'impôt sur les revenus de capital mobilier (imposta sui redditi di ricchezza mobile). Ces sommes sont cependant normalement soumises à l'impôt sur les sociétés (elles n'y échappent que si le dividende a été touché, déduction faite de la retenue libératoire de 30% et non de la retenue normale de 5%). La société d'investissement bénéficie d'une réduction de 25% de l'impôt sur les sociétés, avantage accordé à toutes les sociétés financières si 60% de leurs avoirs sont investis sous forme de participation dans les sociétés de capitaux (cette réduction est de 40% si l'Etat est actionnaire de la société financière). Les plus-values résultant de la vente des titres du portefeuille et les profits, même non distribués, supportent la taxe proportionnelle sur les revenus de capital mobilier. Les

profits distribués par cette société subissent, dans le chef du bénéficiaire, personne physique, l'impôt complémentaire progressif au taux plein. En outre, le système normal de la retenue à la source, s'applique également aux revenus distribués par la société d'investissement.

La double imposition, qui résulte en pratique de ce système, constitue certainement la raison fondamentale pour laquelle les sociétés d'investissement n'ont pas pu se développer en Italie.

41. Dans les sociétés à portefeuille dont les régimes fiscaux viennent d'être décrits, ce portefeuille est juridiquement la propriété des sociétés. Dans la formule des fonds de placement existant en Allemagne, en Belgique, aux Pays-Bas et au Luxembourg, le portefeuille n'appartient pas à la personne morale qui le gère, mais est la propriété indivise des porteurs de parts liés à la personne morale gestionnaire par un contrat sui generis.

Les revenus du portefeuille, n'étant à aucun moment la propriété du gestionnaire, ne sont pas imposables comme bénéfices en son chef. Pour cette raison également, la répartition des revenus du portefeuille ne donne pas lieu à la perception de retenues à la source au niveau du fonds de placement. Quant aux retenues nationales et étrangères, qui ont été perçues sur les revenus reçus par le fonds de placement, elles sont, pour les porteurs de parts domiciliés dans le pays où le fonds est constitué, restituables comme si les placements avaient été effectués directement par les porteurs de part, à condition de produire un relevé des placements du fonds.

A la même condition, les personnes physiques participant à un fonds de placement belge et domiciliées en Belgique peuvent bénéficier du « crédit d'impôt » prévu pour les dividendes des sociétés belges, proportionnellement à la part des revenus des fonds constituée par de tels dividendes.

Les retenues à la source perçues sur les dividendes de sociétés allemandes sont restituées aux fonds de placement allemands. Cela constitue un privilège que l'on ne retrouve dans aucun autre pays de la CEE et cela tend à faire de ces fonds un mode de placement particulièrement avantageux pour les personnes désirant garder l'anonymat à l'égard de l'administration fiscale.

Ainsi le recours aux fonds communs de placement peut-il être une solution fiscalement au moins aussi avantageuse que les placements directs pour les personnes résidant dans le pays où il est constitué, qu'il s'agisse de placements dans le pays du fonds ou à l'étranger.

En ce qui concerne les personnes ne résidant pas dans le pays où le fonds est constitué, il est, au moins pour les placements dans le pays du fonds, une solution fiscalement équivalente aux placements directs quand ces personnes ne déclarent pas, dans le pays de leur domicile, les revenus qu'elles en retirent. Il tend à être une solution fiscalement moins avantageuse quand elles déclarent ce revenu, le jeu des conventions existantes ne permettant pas l'imputation des retenues subies par les revenus répartis par les fonds de placement étrangers : seules les administrations fiscales des pays où les fonds sont constituées admettent, en effet, la prise en compte de ces retenues sur base des relevés des placements fournis par les fonds.

42. On constate donc au terme de ce bref examen des possibilités de placement par l'entremise d'intermédiaires financiers, que la transparence fiscale est loin d'être toujours assurée sur le plan international.

Pour les épargnants déclarant leurs revenus de placements, cette transparence n'existe à la fois pour des placements en actions et en obligations, dans le pays de la résidence et à l'étranger, qu'en France, en Allemagne, en Belgique et au Luxembourg; mais les formules existant dans ces pays ne réalisent la transparence que pour les résidents. Aux Pays-Bas, la transparence n'existe que pour les placements en actions, mais le jeu des conventions permet à certains étrangers également d'en bénéficier.

43. Pour permettre aux placements par intermédiaires de jouer leur rôle dans le développement du marché européen des capitaux, il faudrait que, dans les pays où les formules existantes n'ont qu'une vocation limitée à certaines catégories de placements, les obstacles à la transparence fiscale soient supprimés également pour les autres catégories de placements. Il faudrait également que, dans tous les pays, les revenus de fonds de placement et de sociétés d'investissement soient soumis au même régime fiscal, quelle que soit la résidence du bénéficiaire dans la Communauté.

44. Il n'est guère possible de proposer, dès à présent, les solutions techniques qui permettraient d'atteindre ces objectifs.

Les solutions possibles dépendront des options de principe prises par les Etats membres en matière d'imposition des revenus de capitaux mobiliers placés à l'étranger et notamment du choix entre l'imposition exclusive dans un seul pays et le partage des recettes fiscales entre pays de la source et pays du domicile. De plus, les solutions risquent de rester imparfaites pour les placements effectués dans les pays tiers, tant que les Etats membres auront avec ces pays des conventions basées sur des principes différents.

Il est peu vraisemblable que ces difficultés puissent être résolues de façon entièrement satisfaisante en dehors du cadre d'une convention multilatérale en vue d'éviter la double imposition, dont certaines dispositions viseraient spécialement les cas des fonds de placement et des sociétés d'investissement.

V. L'aménagement des impôts indirects sur le rassemblement et sur la circulation des capitaux

45. En matière d'impôts indirects, le groupe a fait surtout porter son examen sur les deux groupes d'impôts affectant actuellement de façon plus immédiate le fonctionnement des marchés financiers :

— les impôts indirects frappant le rassemblement des capitaux; à cette catégorie appartiennent notamment le droit d'apport en société et le droit de timbre frappant le rassemblement des capitaux d'emprunts par des demandeurs nationaux ainsi que l'introduction en bourse des valeurs mobilières étrangères;

— les impôts indirects frappant la circulation des titres; appartiennent à cette catégorie les taxes sur les opérations de bourse et les impôts assimilés.

46. Les droits d'apport sont perçus surtout à la constitution ou à la prorogation d'une société (ou d'une personne morale assimilée), en cas de changement dans la forme de la société ou de modification du capital social. Ils sont généralement conçus comme un droit d'enregistrement, sauf en Allemagne où il s'agit d'un impôt spécial (Gesellschaftsteuer), et sont toujours payés par la société bénéficiaire des apports.

Les droits de timbre sont perçus à l'émission des titres dans le pays d'émission ou à la mise en circulation dans un pays de titres étrangers : ces deux occasions de perception peuvent se superposer pour les titres circulant à l'étranger.

Les services de la Commission ont, en collaboration avec les services compétents des Etats membres, élaboré un projet de directive, actuellement soumis au Conseil, concernant les deux types d'impôts indirects sur le rassemblement des capitaux. L'objet de cette directive est la suppression des causes de double imposition et, dans la mesure où l'on maintient un de ces impôts l'adoption d'un taux uniforme dans tous les pays, en vue d'éviter entre eux des divergences en matière de coût des différents modes de financement.

La solution la plus simple à l'ensemble de ces problèmes eût été la suppression des droits de timbres et des droits d'apport. Les services de la Commission l'avaient suggérée, mais il est apparu que cette solution pourrait difficilement recevoir l'accord de tous les Etats membres. Le projet de directive soumis au Conseil prévoit la suppression du droit de timbre et l'interdiction de tout impôt qui pourrait s'y substituer et, d'autre part, l'adoption uniforme d'un droit d'apport réduit à 1%, ce taux étant ramené à 0,50% en cas de fusion et les conditions de perception de ce droit étant harmonisées de manière à éviter toute double imposition (imposition, en principe, au seul pays du siège de la société).

Le groupe d'experts considère qu'à défaut de pouvoir réaliser la suppression des deux types d'impôts considérés — solution qui eût été souhaitable — la solution envisagée par l'actuel projet de directive est la plus conforme aux objectifs à atteindre.

47. Les taxes sur les opérations de bourse concernent essentiellement les opérations d'achat/vente au comptant et à terme et les opérations de report. Il n'est pas perçu de taxes de ce type au Luxembourg. La structure des taux pratiqués dans les autres Etats membres diffère sensiblement de pays à pays. De plus, l'Allemagne et les Pays-Bas ne taxent pas seulement les opérations effectuées dans le pays mais aussi, dans certaines conditions, les opérations exécutées à l'étranger pour le compte de leurs résidents : il peut en résulter une double imposition.

Les taux des taxes sur les opérations de bourse sont relativement faibles, mais ils ne sont pas négligeables. Les différences existant entre pays peuvent donc amener à choisir pour une transaction tel pays plutôt que tel autre. De plus, ces taxes, en réduisant l'intérêt des opérations d'arbitrage entre titres de même catégorie, nuisent à la transparence du marché en ce qui concerne le coût actuel des différents modes de rassemblement des capitaux. Ce dernier argument conduit le groupe à suggérer la suppression des taxes sur les opérations de bourse plutôt que l'adoption dans tous les pays de taux uniformes et de conditions de perception évitant toute double imposition. A défaut d'accord sur la suppression des taxes sur les opérations de bourse, l'adoption de taux uniformes serait cependant préférable au maintien du statu quo : elle assurerait, en effet, la neutralité de l'impôt dans le choix du lieu des transactions.

48. Les droits de timbre sur les effets de commerce peuvent, lorsque ces effets sont utilisés dans des transactions internationales, donner lieu aussi à des phénomènes de double imposition. Ils pourraient être éliminés par l'adoption de solutions analogues à celles qui viennent d'être évoquées.

Conclusions

49. Le développement et le bon fonctionnement au sein de la Communauté d'un marché intégré des capitaux demandent que les systèmes fiscaux ne fassent pas obstacle à la réalisation, dans ce marché, de conditions analogues à celles d'un marché intérieur. Cette neutralité des systèmes fiscaux comporte qu'ils ne puissent avoir d'incidence sur le choix du lieu du placement ou de la transaction ni sur le choix entre le placement direct par l'épargnant et le recours par ce dernier aux services d'un intermédiaire financier. Elle comporte aussi qu'il ne puisse y avoir, par l'effet des systèmes fiscaux, de différences entre les pays membres en matière d'incitation au développement relatif des divers types de placement et modes de financement.

Pour que les exigences ainsi définies puissent être satisfaites, certains aménagements des systèmes fiscaux des pays membres paraissent nécessaires.

1) Les doubles impositions qui frappent encore les revenus des placements mobiliers effectués dans un pays autre que celui du domicile du bénéficiaire devraient être supprimées. Du seul point de vue des exigences d'un marché européen des capitaux, on peut y arriver, soit en n'imposant le revenu que dans un pays, soit en partageant les recettes fiscales par la perception d'une retenue dans l'Etat de la source du revenu et son imputation systématique dans l'Etat du domicile du bénéficiaire.

Une exigence analogue de suppression des doubles impositions existe en matière d'impôts indirects frappant le rassemblement et la circulation des capitaux. Les mesures nécessaires à cet effet sont en cours de discussion, le Conseil étant saisi d'un projet de directive élaboré par les services de la Commission en collaboration avec les services compétents des Etats membres.

2) Les désavantages fiscaux s'attachant encore aux placements dans d'autres pays membres effectués par l'intermédiaire d'organismes financiers devraient être éliminés. Les solutions possibles dépendront des options de principe prises par les Etats membres en matière d'imposition des revenus de capitaux mobiliers placés à l'étranger. De plus, en raison de la complexité des relations juridiques entre les diverses parties en cause dans de tels placements, « la transparence fiscale » ne pourra probablement être assurée de façon entièrement satisfaisante que dans le cadre d'une convention multilatérale contre la double imposition prévoyant expressément le cas des fonds communs de placement et des sociétés d'investissement.

3) Il ne devrait plus y avoir d'avantages fiscaux s'appliquant de façon limitative aux actionnaires résidant dans certains pays : ceci requiert l'aménagement des systèmes de « crédit d'impôt » par lesquels la restitution d'une partie de l'impôt sur les bénéfices des sociétés est actuellement consentie aux seuls résidents sur les dividendes des sociétés nationales. La solution la plus conforme aux exigences de bon fonctionne-

ment d'un marché européen des capitaux serait que cette restitution soit étendue, sous forme d'un remboursement, aux résidents étrangers qui n'en bénéficient pas actuellement.

4) Il existe actuellement entre les pays membres de nombreuses différences en matière de traitement fiscal des revenus de capitaux mobiliers payés à des non-résidents ou à des personnes gardant l'anonymat. Il faudrait, à l'égard de ces revenus, une harmonisation des régimes d'imposition et de contrôle. La question revêt une particulière importance pour le marché des obligations, en raison du caractère primordial des considérations de rendement dans le choix des placements à revenu fixe. L'harmonisation pourrait aboutir à la suppression de toute retenue à la source sur les intérêts d'obligations ou à l'application dans tous les Etats membres d'une retenue au même taux.

Description sommaire des régimes fiscaux s'appliquant aux bénéfices distribués des sociétés par actions et aux intérêts d'obligations quand ils sont reçus par des personnes physiques

I. Les régimes fiscaux à l'égard des bénéfices des sociétés distribués à des actionnaires personnes physiques ⁽¹⁾

A L L E M A G N E

A) IMPÔTS DIRECTS A CHARGE DES SOCIÉTÉS

(1) Un impôt sur les bénéfices au profit du Bund et des Länder au taux de 15% sur les bénéfices distribués (51% sur les bénéfices non distribués). L'impôt sur les bénéfices distribués n'est pas considéré comme dépense déductible et est traité comme bénéfice non distribué. Le bénéfice distribué supporte donc en fait un impôt de 23,44%.

(2) Un impôt communal, dont le taux diffère d'un Land à l'autre et peut aller jusqu'à 5%, perçu sur une base plus large que le bénéfice proprement dit. (Il n'est pas tenu compte ici des impôts communaux sur la valeur nette de la société et sur les salaires, considérés comme charges indirectes).

(3) Un impôt sur la fortune (Vermögensteuer) au taux maximal de 1% sur une base dont le calcul répond à des règles assez complexes. La charge cumulée des impôts repris sous les (2) et (3) correspond, en moyenne, à environ 15% du bénéfice brut.

B) IMPÔT A CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU A L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés allemandes

— versés à un actionnaire allemand : retenue à la source au taux de 25% du dividende brut;

— versés à un actionnaire étranger : même règle. Le taux est réduit, par convention, à 15% à l'égard des actionnaires français, néerlandais, luxembourgeois, suisses et anglais.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : pas de retenue en Allemagne.

⁽¹⁾ Ne sont considérés ici que les cas de sociétés et d'actionnaires domiciliés dans un des pays suivants: Allemagne, Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Luxembourg, Suisse, Royaume-Uni, Etats-Unis.

L'incidence éventuelle des droits de timbre et impôts sur les opérations de bourse n'est pas considérée.

Lorsque l'actionnaire est une personne morale, le régime fiscal est souvent très différent, particulièrement dans le cas des sociétés possédant des participations considérables.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Dividendes de sociétés allemandes : l'actionnaire allemand a le droit d'imputer la retenue à la source.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : l'actionnaire allemand a le droit d'imputer sur l'impôt personnel dû en Allemagne la retenue à la source faite à l'étranger à concurrence, au maximum, de l'impôt allemand dû pour la quotité de son revenu représentée par le revenu étranger considéré. (Les modalités d'imputation peuvent différer légèrement selon les pays considérés).

BELGIQUE

A) IMPÔT DIRECT À CHARGE DES SOCIÉTÉS

Un impôt sur les bénéfices au taux de 30%. Le taux est porté à 35% pour la partie des bénéfices dépassant 5 000 000 de FB. Les 5% supplémentaires sont remboursés en cas de distribution ultérieure.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés belges

— versés à un actionnaire belge : retenue à la source d'un « précompte mobilier » au taux de 20% du dividende brut (à partir de 1967);

— versés à un actionnaire étranger : le même « précompte mobilier » est perçu, à titre d'impôt des non-résidents.

(2) Dividendes de sociétés étrangères

— retenue à la source d'un « précompte mobilier » au taux de 20% sur le dividende net-frontière.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE ET CRÉDIT D'IMPÔT

(1) Dividendes de sociétés belges

— l'actionnaire belge a le droit d'imputer le précompte retenu à la source; il a droit en outre à un crédit d'impôt égal à la moitié de l'impôt sur les bénéfices payé par les sociétés (pour la quotité de leurs bénéfices bruts affectée à la distribution de dividendes).

(2) Dividendes de sociétés étrangères

— l'actionnaire belge a le droit d'imputer le précompte retenu à la source en Belgique; il a droit en outre, pour les dividendes ayant subi une retenue à la source à l'étranger, d'imputer 15% du dividende net-frontière, représentant forfaitairement les impôts payés à l'étranger.

FRANCE

A) IMPÔTS DIRECTS À CHARGE DES SOCIÉTÉS

Un impôt sur les bénéfices au taux de 50%.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés françaises

— versés à un actionnaire français : pas de retenue à la source;

— versés à un actionnaire étranger : retenue à la source au taux de 25% du dividende brut; le taux de la retenue est réduit, par convention, à 18% à l'égard des actionnaires belges, à 15% à l'égard des actionnaires allemands et américains, et à 0 à l'égard des actionnaires néerlandais et suisses.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : lors du paiement en France de ces dividendes, une retenue est faite, par les banques effectuant le paiement, en principe au taux de 33,3% sur le dividende net-frontière; ce taux est réduit lorsqu'il y a un impôt perçu à l'étranger sur le dividende, de manière à ce que la somme des impôts perçus dans les deux pays égale 33,3% du dividende brut; lorsque l'impôt étranger dépasse 33,3%, il n'y a pas de retenue en France (cas du Royaume-Uni).

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE ET CRÉDIT D'IMPÔT

(1) Dividendes de sociétés françaises : l'actionnaire français a droit à un crédit d'impôt égal à la moitié de l'impôt sur les bénéfices payé par les sociétés (pour la quotité de leurs bénéfices bruts mise en distribution).

(2) Dividendes de sociétés étrangères : l'actionnaire français a le droit d'imputer 50% du dividende net, ce qui correspond au taux de la retenue à la source française.

ITALIE

A) IMPÔTS DIRECTS À CHARGE DE LA SOCIÉTÉ

(1) Un impôt sur les revenus de la richesse mobilière assorti de divers compléments qui en portent la charge à environ 35% du bénéfice brut.

(2) Un impôt sur les sociétés au taux de 0,75% du capital imposable et de 15% de la fraction du revenu excédant 6% dudit capital. Cet impôt est, depuis 1961, frappé d'une surtaxe de 10%. La charge de cet impôt est, en moyenne, d'environ 15% du bénéfice brut.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés italiennes

— versés à un actionnaire italien : retenue à la source au taux de 5% ; ce taux est porté à 30% à l'égard des actionnaires gardant l'anonymat, la retenue vaut alors impôt définitif ; on ne retient dans les tableaux que le taux de 5% ;

— versés à un actionnaire étranger : retenue à la source au taux de 30% ; ce taux est réduit, par convention, à 15% à l'égard des actionnaires américains.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : retenue de 5% sur le dividende net-frontière (30% en cas d'anonymat).

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Dividendes de sociétés italiennes : l'actionnaire italien a le droit d'imputer la retenue à la source de 5%.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : l'actionnaire italien a le droit d'imputer la retenue à la source italienne de 5% ; il a le droit d'imputer les impôts payés sur les dividendes aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, à concurrence au maximum de 8% du dividende brut.

P A Y S - B A S

A) IMPÔT DIRECT À CHARGE DES SOCIÉTÉS

Un impôt sur les bénéfices des sociétés à un taux progressif par tranches dont la charge représente environ 47% du bénéfice brut pour les grandes sociétés.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés néerlandaises

— versés à un actionnaire néerlandais : retenue à la source de 25% ;

— versés à un actionnaire étranger : même règle générale ; le taux de la retenue est réduit par le jeu des conventions à 15% à l'égard des actionnaires allemands, à 10% à l'égard des actionnaires suisses et à 0 à l'égard des actionnaires français, italiens, anglais et américains.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : pas de retenue néerlandaise.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE ET CRÉDIT D'IMPÔTS

(1) Dividendes de sociétés néerlandaises : l'actionnaire néerlandais a le droit d'imputer la retenue à la source.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : pas d'imputation aux Pays-Bas d'impôts étrangers sur les dividendes (les Pays-Bas s'efforcent plutôt d'obtenir par convention la réduction ou la suppression des retenues à la source étrangères à l'égard des actionnaires néerlandais).

LUXEMBOURG

A) IMPÔTS DIRECTS À CHARGE DES SOCIÉTÉS

(1) Un impôt communal sur le bénéfice d'exploitation et le capital, au taux de 4% sur le bénéfice et de 2‰ sur le capital, dont l'incidence totale est en moyenne de l'ordre de 11% du bénéfice.

(2) Un impôt d'Etat progressif par tranche sur les bénéfices de sociétés au taux de 40% pour les sociétés importantes. Ce taux s'applique au bénéfice, impôt communal déduit.

(3) Un impôt d'Etat sur la fortune au taux de 5‰ dont l'incidence est en moyenne de l'ordre de 5% du bénéfice.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés luxembourgeoises

— versés à un actionnaire luxembourgeois : retenue à la source de 15% du dividende brut;

— versés à un actionnaire étranger : même règle.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : pas de retenue luxembourgeoise.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Dividendes de sociétés luxembourgeoises : l'actionnaire luxembourgeois a le droit d'imputer la retenue à la source de 15%.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : l'actionnaire luxembourgeois a, par convention, le droit d'imputer la retenue à la source opérée aux États-Unis et en Allemagne (au taux réduit de 15%); il a le droit d'imputer la retenue française à concurrence de 15% du dividende brut (taux de la retenue au Luxembourg).

SUISSE

A) IMPÔTS DIRECTS À CHARGE DES SOCIÉTÉS

(1) Un impôt fédéral sur les bénéfices à taux progressif dont l'incidence est de l'ordre de 8% en moyenne.

(2) Divers impôts cantonaux et municipaux dont l'incidence peut varier de 15% à près de 40% des bénéfices.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés suisses

— versés à un actionnaire suisse : retenue à la source d'un « impôt fédéral anticipé » de 27% et un « droit de timbre sur les coupons » de 3%, soit au total une perception de 30% ⁽¹⁾;

— versés à un actionnaire étranger : même règle générale; le taux de la retenue est réduit, par convention, à 15% à l'égard des actionnaires allemands et américains, à 5% à l'égard des actionnaires français, à 3% à l'égard des actionnaires néerlandais et à un taux variant de 27 à 3% (suivant le revenu déclaré) à l'égard des actionnaires anglais.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : il n'est, en règle générale, pas opéré de retenue en Suisse. Il est cependant perçu sur les revenus d'actions américaines une « retenue supplémentaire d'impôt USA » de 15%.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Dividendes de sociétés suisses : l'actionnaire suisse a le droit d'imputer sur ses impôts cantonaux l'impôt fédéral anticipé retenu à la source.

(2) Dividende de sociétés étrangères : l'actionnaire suisse a le droit d'imputer la « retenue supplémentaire d'impôt USA » et, dans certaines conditions, la retenue à la source opérée en Allemagne.

ROYAUME - UNI

A) IMPÔT DIRECT À CHARGE DES SOCIÉTÉS

Un impôt direct sur le bénéfice brut, au taux de 40%, la corporation tax.

⁽¹⁾ Il est projeté de fusionner ces deux impôts en un impôt fédéral anticipé unique de 30%.

B) IMPÔT À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇU À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés britanniques

— versés à un actionnaire anglais : l'impôt sur les revenus des personnes physiques est retenu à la source au taux standard sur le dividende brut (41,25%);

— versés à un actionnaire étranger : même règle; par convention, il n'est perçu qu'une retenue de 15% à l'égard des actionnaires américains.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : pas de retenue à la source au Royaume-Uni.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Dividendes de sociétés britanniques : l'actionnaire anglais a le droit d'imputer la retenue à la source.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : l'actionnaire anglais a le droit d'imputer la retenue à la source faite à l'étranger à concurrence au maximum de l'impôt britannique dû pour la quotité de son revenu représentée par le revenu étranger considéré.

ETATS-UNIS

A) IMPÔT DIRECT À CHARGE DES SOCIÉTÉS

Un impôt progressif en deux tranches sur les bénéfices des sociétés (la première étant appelée « Normal tax » et la seconde « Surtax ») dont le poids total pour les sociétés importantes est de 48% du bénéfice brut.

B) IMPÔTS À CHARGE DES ACTIONNAIRES PERÇUS À L'OCCASION DE LA DISTRIBUTION D'UN DIVIDENDE

(1) Dividendes de sociétés américaines

— versés à un actionnaire américain : pas de retenue à la source;

— versés à un actionnaire étranger : retenue à la source en principe au taux de 30% du dividende brut; ce taux est réduit par convention, à 15% à l'égard des actionnaires allemands, belges, français, suisses, néerlandais, luxembourgeois, italiens et anglais.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : pas de retenue à la source.

C) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Dividendes de sociétés américaines : p.m.

(2) Dividendes de sociétés étrangères : l'actionnaire américain a le droit, sous certaines conditions, d'imputer les impôts sur les dividendes payés à l'étranger, à concurrence, au maximum, de l'impôt américain dû pour la quotité de son revenu représentée par le revenu étranger.

II. Les régimes fiscaux à l'égard des intérêts d'obligations versés à des créanciers personnes physiques ⁽¹⁾

A L L E M A G N E

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU À L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations allemandes

— versés à un créancier allemand : pas de retenue à la source;

— versés à un créancier étranger : retenue à la source de 25%.

Cet impôt n'est, par convention, pas perçu à l'égard des créanciers français, néerlandais, luxembourgeois, suisses, anglais et américains.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : p.m.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations allemandes : p.m.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : le créancier allemand a le droit d'imputer les retenues à la source faites à l'étranger à concurrence au maximum de l'impôt allemand dû pour la quotité de son revenu représentée par le revenu étranger.

(¹) Ne sont considérés ici que les cas d'obligations émises et d'intérêts reçus dans un des pays suivants: Allemagne (RF), Belgique, France, Italie, Pays-Bas, Luxembourg, Suisse, Royaume-Uni, Etats-Unis.

L'incidence éventuelle des droits de timbre et des impôts sur les opérations de bourse n'est pas considérée ici.

De nombreuses émissions d'obligations (principalement en matière d'emprunts d'Etat) sont assorties de privilèges à l'égard tantôt de tous les porteurs et tantôt seulement des étrangers ou des nationaux (voire même de certaines catégories d'entre eux): cela réduit la portée pratique de certains régimes décrits ci-dessous.

BELGIQUE

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU A L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations belges

— versés à un créancier belge : retenue à la source d'un « précompte mobilier » au taux de 20% de l'intérêt brut (à partir de 1967);

— versés à un créancier étranger : le même « précompte mobilier » est perçu à titre d'impôt des non-résidents.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : retenue à la source du « précompte mobilier » au taux de 20% sur l'intérêt net-frontière.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations belges : le créancier belge a le droit d'imputer le « précompte » retenu à la source ⁽¹⁾.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : le créancier belge a le droit d'imputer le « précompte » perçu en Belgique. Il a le droit, en outre, pour les intérêts ayant subi une retenue à la source à l'étranger, d'imputer 15% de l'intérêt net-frontière, représentant forfaitairement les impôts payés à l'étranger.

FRANCE

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU A L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations françaises

— versés à un créancier français : ils ont l'option entre deux régimes :

- première retenue à la source de 12% ou de 10% (suivant qu'il s'agit d'obligations émises avant le 1^{er} janvier 1965 ou après cette date); dans ce cas les intérêts sont soumis à l'impôt sur le revenu des personnes physiques; ce régime est le seul possible pour des obligations indexées;

- deuxième retenue à la source au taux de 25%, libératoire de l'impôt sur le revenu;

— versés à un créancier étranger : retenue à la source au taux de 25%; la retenue sera toutefois maintenue aux taux de 12 ou de 10% vis-à-vis des créanciers de pays ayant avec la France une convention tendant à éviter la double imposition des revenus, par convention, il n'est pas opéré de retenue à l'égard des créanciers allemands, néerlandais et suisses.

⁽¹⁾ Pour certains fonds d'Etat belges exempts à l'émission de toute retenue à la source, le taux effectif de la retenue est réduit à 5%. Il y a néanmoins imputation au taux de 20% (précompte fictif).

(2) Intérêts d'obligations étrangères : retenue à la source au taux de 33,3% sur l'intérêt net-frontière. Ce taux est réduit lorsqu'il y a une retenue effectuée à l'étranger de manière à ce que la somme des impôts perçus dans les deux pays égale 33,3% de l'intérêt brut; lorsque le taux de l'impôt étranger dépasse 33,3% il n'y a pas de retenue en France.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS A LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations françaises : le créancier français a le droit d'imputer la retenue de 12 ou de 10% effectuée à la source (retenue réelle ou « fictive »). En cas de prélèvement forfaitaire de 25%, il n'est évidemment plus question d'imputation, puisque ce prélèvement libère de l'impôt sur le revenu.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : imputation de 50% de l'intérêt net. Par ce système, la retenue complémentaire opérée en France est toujours imputée, la retenue étrangère ne l'est complètement que si son taux ne dépasse pas 33,3%.

ITALIE

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU A L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations italiennes : l'impôt sur la richesse mobilière de catégorie A (dont le taux est de l'ordre de 32%) est très généralement payé par le débiteur, le créancier en ignorant même le montant. En raison de son caractère cédulaire, cet impôt n'est imputable sur les impôts personnels du créancier ni en Italie ni dans les pays ayant conclu avec l'Italie des conventions en vue d'éviter les doubles impositions. Il est à noter, en outre, que l'impôt sur la richesse mobilière de catégorie A n'est perçu à taux plein que sur les intérêts d'obligations émises par les sociétés privées, à l'exclusion notamment des parastataux.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : pas de retenue à la source en Italie.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS A LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations italiennes : p.m.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : il n'y a pas de retenue italienne à imputer. Le créancier italien a, par convention, le droit d'imputer sur l'impôt italien les impôts payés sur les intérêts aux États-Unis et au Royaume-Uni, à concurrence au maximum de 8% de l'intérêt brut ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ Le créancier italien qui, vu l'importance de son revenu néerlandais, a dû acquitter l'impôt personnel aux Pays-Bas, en est dispensé en Italie sur ce revenu. Ce dernier est cependant pris en considération pour la détermination du taux de l'impôt applicable en Italie.

P A Y S - B A S

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU À L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

Aux Pays-Bas, il n'y a pas de retenue à la source lors du versement des intérêts d'obligations.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

Les retenues faites à l'étranger sur les intérêts des obligations ne sont pas prises en considération aux Pays-Bas ⁽¹⁾.

L U X E M B O U R G

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU À L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations luxembourgeoises

— versés à un créancier luxembourgeois : retenue à la source au taux de 5% ;

— versés à un créancier étranger : même règle; le taux de la retenue est, par convention, réduit à 0 à l'égard des créanciers allemands.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : pas de retenue luxembourgeoise.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations luxembourgeoises : le créancier luxembourgeois a droit à un crédit d'impôt égal à la retenue à la source.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : le créancier luxembourgeois a le droit d'imputer à concurrence de 5% la retenue à la source opérée en France sur les intérêts d'obligations françaises.

⁽¹⁾ Le créancier néerlandais qui, vu l'importance de son revenu italien, a dû acquitter l'impôt personnel en Italie, en est dispensé aux Pays-Bas sur ce revenu. Ce dernier est cependant pris en considération pour la détermination du taux applicable aux Pays-Bas.

SUISSE

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU À L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations suisses

— versés à un créancier suisse : retenue à la source d'un « impôt anticipé » au taux de 27%, et d'un « droit de timbre » de 3%;

— versés à un créancier étranger : même règle générale, le taux de la retenue étant réduit, par convention, à 10% à l'égard des créanciers néerlandais, à 5% à l'égard des créanciers français et américains et à 3% à l'égard des créanciers allemands et à un taux variant de 27 à 3% (suivant le revenu déclaré) à l'égard des créanciers anglais.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : pas de retenue suisse, en principe. Il est cependant perçu, en Suisse, sur les intérêts d'obligations américaines, une « retenue supplémentaire d'impôt USA » de 25%.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations suisses : le créancier suisse a le droit d'imputer sur ses impôts cantonaux l'« impôt fédéral anticipé » retenu à la source.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : le créancier suisse a le droit d'imputer la « retenue supplémentaire d'impôt USA ».

ROYAUME-UNI

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU À L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations britanniques

— versés à un créancier anglais : l'impôt sur le revenu des personnes physiques est retenu à la source au taux standard à l'occasion du versement de l'intérêt (41,25% en 1965-1966);

— versés à un créancier étranger : même règle générale; il est, par convention, renoncé à la retenue à l'égard des créanciers allemands, néerlandais, suisses et américains.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : pas de retenue à la source au Royaume-Uni.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations britanniques : le créancier anglais a le droit d'imputer la retenue à la source.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : le créancier anglais a le droit d'imputer la retenue à la source faite à l'étranger à concurrence du maximum de l'impôt britannique dû pour la quotité de son revenu représentée par le revenu étranger considéré.

ETATS-UNIS

A) IMPÔT À CHARGE DES CRÉANCIERS PERÇU À L'OCCASION DU VERSEMENT DE L'INTÉRÊT

(1) Intérêts d'obligations américaines

— versés à un créancier américain : pas de retenue à la source;

— versés à un créancier étranger : en principe retenue à la source au taux de 30%; ce taux est réduit à 15% à l'égard des créanciers belges, français, à 5% à l'égard des créanciers suisses et à 0 à l'égard des créanciers allemands, néerlandais, luxembourgeois et anglais.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : pas de retenue à la source aux Etats-Unis.

B) IMPUTATION D'IMPÔTS RETENUS À LA SOURCE

(1) Intérêts d'obligations américaines : p.m.

(2) Intérêts d'obligations étrangères : le créancier américain a le droit sous certaines conditions, d'imputer la retenue à la source faite à l'étranger à concurrence au maximum de l'impôt américain dû pour la quotité de son revenu représentée par le revenu étranger considéré.

III. Tableaux synoptiques indiquant, par pays d'origine et de destination, l'incidence de la fiscalité sur les bénéfices distribués des sociétés par actions et sur les intérêts d'obligations

A. PORTÉE DE CES TABLEAUX

Les tableaux présentés ont pour but de mettre en relief l'importance des distorsions que peuvent introduire les régimes fiscaux dans le fonctionnement du marché international des capitaux.

Ils ont un caractère théorique dans la mesure où ils sont construits à partir d'une description relativement sommaire des législations fiscales nationales et des conventions internationales. On ne peut exclure qu'à défaut d'arrêtés d'exécution, certaines dispositions des lois fiscales ou des conventions prises en considération pour l'élaboration des tableaux ne soient pas appliquées. Il pourrait se faire également qu'en pratique certaines de ces dispositions reçoivent, de la part des administrations fiscales nationales, une interprétation légèrement différente de celle qui a été retenue ici.

B. MÉTHODE D'ÉLABORATION DES TABLEAUX

Tableau A - Revenu procuré à l'actionnaire personne physique par la mise en distribution d'un dividende de 100

Le revenu considéré ici est — sauf dans le cas du dividende touché dans un refuge fiscal — un revenu brut, sur lequel est encore dû l'impôt sur le revenu des personnes physiques (impôt progressif dans les pays considérés).

Ce revenu est calculé :

a) en déduisant, le cas échéant, du dividende mis en distribution, les impôts à charge de l'actionnaire retenus à la source

— dans les pays de la société,

— dans le pays de l'actionnaire,

ce qui donne le dividende net effectivement reçu en espèces par l'actionnaire;

b) puis en ajoutant, le cas échéant, à ce dividende net :

— la part des retenues à la source qui peut être imputée sur l'impôt sur le revenu personnel,

— le crédit d'impôt que certains Etats accordent et par lequel ils tiennent compte au profit des actionnaires nationaux d'une partie de l'impôt sur les bénéfices versé par les sociétés.

Il est tenu compte, dans ce calcul, du jeu des conventions internationales tendant à éviter la double imposition.

Le cas échéant, on a supposé que l'actionnaire se trouvait dans la position la plus favorable pour obtenir l'imputation des impôts retenus à la source à l'étranger. De nombreux Etats ne tiennent compte des impôts retenus à l'étranger qu'à concurrence du maximum de l'impôt national dû sur la quotité du revenu représentée par le revenu étranger considéré : l'imputation intégrale suppose donc un revenu total suffisant pour que le taux de l'impôt national sur le revenu dépasse celui de la retenue étrangère. C'est l'hypothèse retenue dans les tableaux.

Le dividende touché dans un « refuge fiscal » peut être considéré comme net.

Le refuge le plus courant est celui que l'on peut trouver dans un certain nombre de pays qui ne frappent ni de retenues à la source ni d'impôt sur le revenu personnel les revenus étrangers des personnes (titulaires le plus souvent d'un compte bancaire « étranger ») qui n'ont dans ces pays pas d'établissement et pour autant, parfois, qu'ils n'y dépensent pas le revenu considéré. Les dividendes touchés dans un « refuge fiscal » ont été frappés dans le pays de la société de la retenue à la source au taux le plus lourd et il s'agit là d'un impôt définitif, aucune convention tendant à éviter la double imposition ne pouvant jouer en l'absence de nouvelles impositions dans le pays où le dividende est reçu. Le taux de la retenue à la source est dans de nombreux cas inférieur au taux marginal de l'impôt sur le revenu des personnes physiques qui aurait frappé l'actionnaire déclarant ce revenu dans son propre pays.

Tableau B - Taux marginal d'impôt sur le revenu personnel au-delà duquel le refuge fiscal procure à l'actionnaire un rendement immédiat supérieur

Ce tableau indique à partir de quel taux marginal d'impôt sur le revenu l'actionnaire a, en terme de rendement immédiat, intérêt à faire encaisser les dividendes dans un pays de refuge fiscal.

Ce taux est calculé à partir des données du tableau A en rapportant le revenu net touché dans le refuge fiscal au revenu brut qui serait touché par l'actionnaire dans son propre pays.

Tableau C - Revenu procuré à l'actionnaire personne physique par un bénéfice brut de 100 intégralement distribué

Ce tableau indique la rémunération maximale que peut offrir aux actionnaires des différents pays la société qui réalise un bénéfice de 100 avant impôts directs à sa charge (rémunération brute en règle générale, nette à l'égard des actionnaires faisant toucher leur dividende dans le refuge fiscal).

Cette rémunération est calculée en déduisant d'abord du bénéfice brut les impôts directs à charge de la société, ce qui donne le dividende brut. A ce dernier, il suffit d'appliquer les coefficients qui résultent du tableau A.

Tableau D - Revenu procuré au créancier, personne physique, par un intérêt obligataire brut de 100

et

Tableau E - Taux marginal d'impôt sur le revenu personnel à partir duquel le « refuge fiscal » procure un rendement immédiat supérieur au créancier obligataire

La conception de ces tableaux est identique à celle des tableaux A et B concernant le revenu procuré par les dividendes.

Ils décrivent le système de droit commun. Les exceptions à ce système sont nombreuses : de nombreux emprunts des Etats, des pouvoirs subordonnés et des paras-

taux sont assortis de privilèges fiscaux à l'égard tantôt de tous les porteurs et tantôt seulement des étrangers ou des nationaux (voire même de certaines catégories d'entre eux).

Le privilège le plus courant accordé aux créanciers étrangers est la suppression de la retenue à la source dans le pays du débiteur. La retenue à la source dans le pays du créancier étant toujours un acompte imputable sur l'impôt personnel, le revenu brut procuré au créancier obligataire étranger est donc, pour les emprunts privilégiés, de 100% du dividende brut.

La suppression de la retenue à la source dans le pays du débiteur est, pour une série d'emprunts de divers pays, accordée même à l'égard des intérêts touchés dans un refuge fiscal. Le créancier, personne physique, a dès lors avantage à faire toucher les intérêts de ces emprunts dans un refuge fiscal si les mêmes privilèges d'exemption de toute retenue à la source et d'anonymat ne lui sont pas accordés dans son propre pays.

C. COMPARABILITÉ DES DONNÉES

ROYAUME-UNI

Au Royaume-Uni, le contrôle des changes limite l'offre de devises disponibles pour l'investissement en actions étrangères et en obligations étrangères à plus de cinq ans d'échéance : ces devises se négocient avec une prime qui a dépassé parfois 25%.

Cela signifie un moindre taux de rendement pour le porteur anglais : il n'en a pas été tenu compte dans les tableaux.

ETATS-UNIS

Aux Etats-Unis, il est perçu à l'introduction d'actions étrangères une taxe de 15% (Interest Equalization Tax). Il s'ensuit que le cours de ces actions aux Etats-Unis peut être supérieur de 15% au cours à l'étranger si le marché américain est acheteur de la valeur considérée, mais peut être égal, si ce marché est vendeur. Il peut en résulter une perte pour l'actionnaire américain.

L'Interest Equalization Tax est également perçue à l'introduction d'obligations étrangères à échéance de plus de trois ans. Son taux varie suivant l'échéance de 2,75%, pour les obligations à échéance de trois ans au moins et trois ans et demi au plus, à 15% pour les obligations à échéance de vingt-huit ans et demi ou plus.

Il n'a pas été tenu compte de l'incidence de l'IET dans les tableaux.

TABLEAU A

Revenu procuré à l'actionnaire, personne physique, par la mise en distribution d'un dividende de 100

Pays de la société	Pays de l'actionnaire									
	Allemagne	Belgique	France	Italie	Pays-Bas	Luxem- bourg	Suisse	Royaume- Uni (1)	Etats- Unis (1)	« Refuge fiscal »
Allemagne	100	86,25	100	75,00	85,00	100,00	100,00	100	100	75,00
Belgique	100	121,44	100	80,00	80,00	80,00	80,00	100	100	80,00
France	100	94,30	150	75,00	100,00	90,00	100,00	100	100	75,00
Italie	100	80,50	100	100,00	70,00	70,00	70,00	100	100	70,00
Pays-Bas	100	86,25	100	100,00	100,00	75,00	90,00	100	100	75,00
Luxembourg	100	97,75	100	85,00	85,00	100,00	85,00	100	100	85,00
Suisse	100	80,50	100	70,00	97,00	70,00	97,00	97	100	70,00
Royaume-Uni	100	67,56	88,13	66,75	58,75	58,75	58,75	100	100	58,75
Etats-Unis	100	97,75	100	93,00	85,00	100,00	85,00	100	100	70,00

(1) Données non entièrement comparables: voir III C.

TABLEAU B

Taux marginal d'impôt sur le revenu personnel au-delà duquel le « refuge fiscal » procure à l'actionnaire un rendement immédiat supérieur

(en %)

Pays de la société	Pays de l'actionnaire									
	Allemagne	Belgique	France	Italie	Pays-Bas	Luxembourg	Suisse	Royaume-Uni	Etats-Unis	
Allemagne	25	13	25	1	12	25	25	25	25	25
Belgique	20	34	20	1	1	1	1	20	20	20
France	25	20	50	1	25	17	25	25	25	25
Italie	30	13	30	30	1	1	1	30	30	30
Pays-Bas	25	13	25	25	25	1	17	25	25	25
Luxembourg	15	13	15	1	1	15	1	15	15	15
Suisse	30	13	30	1	28	1	28	28	30	30
Royaume-Uni	42	13	34	13	1	1	1	42	42	42
Etats-Unis	30	29	30	25	18	30	18	30	30	30

TABLEAU C

Revenu procuré à l'actionnaire, personne physique, par un bénéfice brut de 100 intégralement distribué

Pays de la société	Pays de l'actionnaire									
	Alle- magne	Belgique	France	Italie	Pays-Bas	Luxem- bourg	Suisse	Royaume- Uni	Etats- Unis	« Refuge fiscal »
Allemagne	62	54	62	47	53	62	62	62	62	47
Belgique	70	85	70	56	56	56	56	70	70	56
France	50	47	75	38	50	45	50	50	50	38
Italie	50	40	50	50	35	35	35	50	50	35
Pays-Bas	53	46	53	53	53	40	48	53	53	40
Luxembourg	49	48	49	42	42	49	42	49	49	42
Suisse	52	42	52	36	50	36	50	50	52	36
Royaume-Uni	60	41	53	41	35	35	35	60	60	35
Etats-Unis	50	49	50	47	43	50	43	50	50	35

TABLEAU D

Revenu procuré au créancier, personne physique, par un intérêt obligataire brut de 100

Pays du débiteur	Pays du créancier									
	Alle- magne	Belgique	France	Italie	Pays-Bas	Luxem- bourg	Suisse	Royaume- Uni (1)	Etats- Unis (1)	« Refuge fiscal »
Allemagne	100	86,25	100,00	75,00	100,00	100,00	100,00	100	100	75,00
Belgique	100	100,00	100,00	80,00	80,00	80,00	80,00	100	100	80,00
France	100	100,00	100,00	90,00	100,00	95,00	100,00	100	100	75,00
Italie	100	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100	100	100,00
Pays-Bas	100	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100	100	100,00
Luxembourg	100	100,00	100,00	95,00	95,00	100,00	95,00	100	100	95,00
Suisse	100	80,50	100,00	70,00	90,00	70,00	97,00	100	100	70,00
Royaume-Uni	100	67,56	88,13	66,75	100,00	58,75	100,00	100	100	58,75
Etats-Unis	100	97,75	100,00	78,00	100,00	100,00	95,00	100	100	70,00

(1) Données non entièrement comparables : voir III C.

TABLEAU E

Taux marginal d'impôt sur le revenu personnel au-delà duquel le « refuge fiscal » procure un rendement immédiat supérieur au créancier obligataire

(en %)

Pays du débiteur	Pays du créancier									
	Allemagne	Belgique	France	Italie	Pays-Bas	Luxembourg	Suisse	Royaume-Uni	Etats-Unis	
Allemagne	25	13	25	1	25	25	25	25	25	25
Belgique	20	20	20	1	1	1	1	20	20	20
France	25	25	25	17	25	21	25	25	25	25
Italie	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Pays-Bas	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Luxembourg	5	5	5	1	1	5	1	5	5	5
Suisse	30	13	30	1	23	1	28	30	30	30
Royaume-Uni	42	13	34	13	42	1	42	42	42	42
Etats-Unis	30	29	30	11	30	30	27	30	30	30

ANNEXE STATISTIQUE

LISTE DES TABLEAUX (1)

- n° 1 - Formation intérieure brute de capital et son financement
- n° 2 - Epargne rapportée au produit national brut et à la formation intérieure brute de capital
- n° 3 - Taux de couverture des investissements des administrations publiques par leur épargne brute
- n° 4 - Taux d'autofinancement brut des entreprises
- n° 5 - Dimensions des marchés consolidés des capitaux
- n° 6 - Moyens fournis par les divers compartiments du marché des capitaux
- n° 7 - Emissions intérieures nettes de valeurs mobilières à moyen et à long terme
- n° 8 - Crédits à moyen et à long terme à l'économie
- n° 9 - Emissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme pour le financement du secteur public dans les pays de la CEE
- n° 10 - Financement externe des entreprises
- n° 11 - Structure financière des entreprises
- n° 12 - Répartition des placements financiers nets des secteurs non financiers
- n° 13 - Mouvements de capitaux privés à long terme
- n° 14 - Forme des mouvements de capitaux privés à long terme
- n° 15 - Emissions publiques d'obligations étrangères
- n° 16 - Emissions publiques d'obligations étrangères ventilées selon les marchés d'émission et la résidence des émetteurs
- n° 17 - Formation brute de capital fixe dans le secteur du logement

(1) En raison du manque d'homogénéité des statistiques nationales, du caractère insuffisant et voire du défaut de certaines données, ainsi que de différences impossibles à éliminer entre les définitions adoptées dans les divers pays, le degré de comparabilité des données assemblées est peu satisfaisant. Les sources nationales utilisées sont mentionnées sous chacun des tableaux. Pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis, le groupe d'experts a été autorisé à utiliser certains chiffres recueillis par le comité des transactions invisibles de l'OCDE pour une étude sur les marchés des capitaux en cours d'élaboration. Ces chiffres sont provisoires et sujets à révision.

- n° 18 - Répartition des acquisitions nettes de valeurs à revenu fixe
- n° 19 - Rendements apparents et rendements réels à prix constants des valeurs à revenu fixe
- n° 20 - Emissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme
- n° 21 - Emissions continues de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme
- n° 22 - Emissions de valeurs à revenu variable
- n° 23 - Capitalisation boursière des valeurs à revenu variable
- n° 24 - Montant des actifs des sociétés d'investissement et des fonds communs de placement
- n° 25 - Emissions brutes d'obligations convertibles
- n° 26 - Nombre de valeurs étrangères à revenu variable cotées sur neuf places internationales
- n° 27 - Placements des compagnies d'assurance vie
- n° 28 - Placements des caisses d'épargne et de leurs institutions centrales
- n° 29 - Emplois des banques sous forme de crédits et de valeurs mobilières
- n° 30 - Emplois des institutions spécialisées sous forme de crédits et de valeurs mobilières

Abréviations et signes employés :

- = Quantité nulle ou inférieure à la moitié du dernier chiffre mentionné sous la rubrique
- . = Donnée non disponible
- Mio = Million
- Mrd = Milliard
- UC = Unité de compte
- PNB = Produit national brut
- FBC = Formation intérieure brute de capital
- CEE = Communauté économique européenne
- OSCE = Office statistique des communautés européennes
- CECA = Communauté européenne du charbon et de l'acier
- OCDE = Organisation de coopération et de développement économiques
- CTI = Comité des transactions invisibles de l'OCDE
- BEI = Banque européenne d'investissement
- BIRD = Banque internationale pour la reconstruction et le développement

TABLEAU n° 1

Formation intérieure brute de capital et son financement (1)

(en milliards de \$)

	Allemagne					France					Italie					Pays-Bas					Belgique					Royaume-Uni					Etats-Unis				
	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965	1962	1963	1964	1965 (*)	Ø 1962 à 1965
<i>Secteur administrations publiques</i>																																			
Formation brute de capital fixe	3,54	4,11	4,79	5,07	4,38	1,78	2,09	2,39	2,74	2,25	1,21	1,34	1,46	1,44	1,36	0,60	0,69	0,86	0,93	0,77	0,29	0,35	0,46	0,43	0,38	1,64	1,75	2,14	2,23	1,94	14,71	15,49	16,46	18,01	16,17
Epargne brute	7,14	6,85	7,95	6,90	7,21	2,14	2,84	3,90	4,27	3,29	1,74	1,70	1,89	0,48	1,45	0,67	0,59	0,78	0,80	0,71	0,12	0,07	0,35	0,22	0,19	1,95	0,88	1,82	2,91	1,89	14,31	18,70	15,86	23,49	18,09
Capacité (+) ou besoin (-) de financement du secteur avant transferts en capital	+ 3,60	+ 2,74	+ 3,16	+ 1,83	+ 2,83	+ 0,36	+ 0,75	+ 1,51	+ 1,53	+ 1,04	+ 0,53	+ 0,36	+ 0,43	- 0,96	+ 0,09	+ 0,07	- 0,10	- 0,08	- 0,13	- 0,06	- 0,17	- 0,28	- 0,11	- 0,21	- 0,19	+ 0,31	- 0,87	- 0,32	+ 0,68	- 0,05	- 0,40	+ 3,21	- 0,60	+ 5,48	+ 1,92
<i>Secteur sociétés et ménages</i>																																			
Formation brute de capital	19,88	20,24	22,50	26,16	22,19	13,53	14,93	17,62	17,73	15,95	9,24	10,65	10,41	9,75	10,01	2,82	2,87	3,86	3,96	3,38	2,34	2,40	2,90	3,05	2,67	11,86	12,59	15,90	16,39	14,18	85,49	88,91	94,71	108,83	94,49
Epargne brute des sociétés	9,16	10,10	11,37	12,30	10,73	8,12	8,67	9,59	10,00	9,09						1,80	1,88	2,17	4,25	2,52	1,45	1,58	1,77	1,88	1,67	8,50	10,19	10,83	10,98	10,12	66,27	69,08	75,36	82,61	73,33
Epargne brute des ménages	7,07	7,62	9,40	10,57	8,66	4,64	4,88	5,41	6,07	5,25	9,01	9,57	10,63	12,99	10,55	1,09	1,19	1,68	1,87	1,46	1,14	1,01	1,27	1,53	1,24	3,27	3,56	4,29	4,44	3,89	21,60	20,50	26,30	26,51	23,73
Capacité (+) ou besoin (-) de financement du secteur	- 3,65	- 2,52	- 1,73	- 3,29	- 3,00	- 0,77	- 1,38	- 2,62	- 1,66	- 1,61	- 0,23	- 1,08	+ 0,22	+ 3,24	+ 0,54	+ 0,07	+ 0,20	- 0,01	+ 2,16	+ 0,60	+ 0,25	+ 0,13	+ 0,24	+ 0,05	+ 0,24	- 0,09	+ 1,16	- 0,78	- 0,97	- 0,17	+ 2,38	+ 0,67	+ 6,95	+ 0,29	+ 2,57
<i>Ensemble de l'économie</i>																																			
Formation intérieure brute de capital	23,42	24,35	28,46	31,23	26,57	15,31	17,02	20,01	20,47	18,20	10,45	11,99	11,87	11,19	11,37	3,42	3,56	4,72	4,89	4,15	2,63	2,75	3,36	3,48	3,05	13,50	14,34	18,04	18,62	16,12	100,20	104,40	111,17	126,84	110,66
(dont logement)	(4,94)	(5,29)	(6,09)	(6,37)	(5,67)	(3,46)	(4,13)	(5,42)	(6,22)	(4,81)	(2,83)	(3,46)	(4,08)	(3,84)	(3,55)	(0,52)	(0,56)	(0,77)	(0,92)	(0,69)	(0,59)	(0,56)	(0,90)	(0,96)	(0,75)	(2,50)	(2,65)	(3,40)	(3,60)	(3,04)	(26,85)	(28,22)	(28,84)	(28,80)	(28,18)
Epargne nationale brute	23,37	24,57	28,72	29,77	26,60	14,90	16,39	18,90	20,34	17,63	10,75	11,27	12,52	13,47	12,00	3,56	3,66	4,63	6,92	4,69	2,71	2,66	3,39	3,63	3,10	13,72	14,63	16,94	18,33	15,90	102,18	108,28	117,52	132,61	115,15
Capacité (+) ou besoin (-) de financement de l'ensemble de l'économie	- 0,05	+ 0,22	+ 0,26	- 1,46	- 0,17	- 0,41	- 0,63	- 1,11	- 0,13	- 0,57	+ 0,30	- 0,72	+ 0,65	+ 2,28	+ 0,63	+ 0,14	+ 0,10	- 0,09	+ 2,03	+ 0,54	+ 0,08	- 0,09	+ 0,03	+ 0,15	+ 0,05	+ 0,22	+ 0,29	- 1,10	- 0,29	- 0,22	+ 1,98	+ 3,88	+ 6,35	+ 5,77	+ 4,49

Source : OSCE, Comptes nationaux 1955-1965; pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis : OCDE - CTI.

(1) Dans tous les pays, les entreprises publiques sont comprises dans le secteur « sociétés », sauf aux Etats-Unis, où elles sont comprises dans le secteur « administrations publiques ».

(2) Chiffres provisoires.

TABLEAU n° 2

Epargne en pourcentage du produit national brut (PNB) et de la formation intérieure brute de capital (FBC) (1)

(moyenne 1962 à 1965)

	Allemagne		France		Italie		Pays-Bas		Belgique		Royaume-Uni		Etats-Unis	
	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC	en % du PNB	en % de la FBC
<i>Secteur administrations publiques</i>														
Formation brute de capital fixe	4,4	16,3	2,7	12,4	2,7	12,0	4,9	18,6	2,6	12,5	2,2	12,0	2,6	14,7
Epargne brute	7,2	26,8	3,9	18,1	2,9	12,8	4,3	16,4	1,1	5,6	2,1	11,7	2,9	16,3
Capacité (+) ou besoin (-) de financement du secteur avant transfert en capital	+ 2,8	+ 10,5	+ 1,2	+ 5,7	+ 0,2	+ 0,8	- 0,6	- 2,2	- 1,5	- 6,9	- 0,1	- 0,3	+ 0,3	+ 1,6
<i>Secteur sociétés et ménages</i>														
Formation brute de capital	22,5	83,7	20,8	87,6	20,1	88,0	21,3	81,4	18,2	87,5	15,8	88,0	15,1	85,3
(dont logement)	(5,7)	(38,1)	(5,8)	(26,4)	(7,1)	(36,6)	(4,3)	(16,8)	(4,6)	(24,2)	(3,4)	(18,9)	(4,5)	(25,4)
Epargne brute des sociétés	10,7	40,0	10,9	49,9	} 21,2		12,8	48,8	11,4	54,6	11,3	62,9	11,7	66,1
Epargne brute des ménages	8,7	32,3	6,3	28,8		92,7	9,2	35,1	8,4	40,5	4,3	24,2	3,8	21,4
Capacité (+) ou besoin (-) de financement du secteur	- 3,1	- 11,4	- 3,6	- 8,9	+ 1,1	+ 4,7	+ 0,7	+ 2,5	+ 1,6	+ 7,6	- 0,2	- 0,9	+ 0,4	+ 2,2
<i>Epargne nationale brute</i>														
Epargne nationale brute	26,6	99,1	21,1	96,8	24,1	105,5	26,3	100,3	20,9	100,7	17,7	98,8	18,4	103,8
Capacité (+) ou besoin (-) de financement de l'ensemble de l'économie	- 0,3	- 0,9	- 2,4	- 3,2	+ 1,3	+ 5,5	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,1	+ 0,7	- 0,3	- 1,2	+ 0,7	+ 3,8

Sources : OSCE - comptes nationaux 1955-1965; pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis : OCDE, CTI.

(1) Dans tous les pays, les entreprises publiques sont comprises dans le secteur « Sociétés », sauf aux Etats-Unis où elles sont comprises dans le secteur « administrations publiques ».

TABLEAU n° 3

*Taux de couverture des investissements des administrations publiques
par leur épargne brute*

(en %)

Pays	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>I. Avant transferts en capital</i>						
Allemagne	247,32	245,02	201,62	166,46	165,78	136,09
France	176,61	167,83	120,23	135,69	162,91	155,50
Italie	116,80	143,25	143,62	127,20	129,36	33,05
Pays-Bas	144,80	144,89	111,46	85,70	78,53	85,21
Belgique	(1)	17,74	41,10	20,23	74,57	50,46
<i>II. Après transferts en capital (2)</i>						
Allemagne	199,18	186,61	137,59	122,11	123,79	87,77
France	113,87	118,10	72,73	84,62	107,87	105,24
Italie	93,12	99,61	101,77	88,49	90,29	(1)
Pays-Bas	118,51	101,80	87,85	71,97	66,99	76,04

Source : OSCE, Comptes nationaux 1955-1965.

(1) Chiffre négatif.

(2) Pour la Belgique, les transferts en capital ne peuvent pas être isolés.

TABLEAU n° 4
Taux d'autofinancement brut des entreprises
(estimations selon diverses sources)

		(en %)				
Pays	Moyenne	1960	1961	1962	1963	1964
Allemagne						
(1)	78	81	75	80	80	76
(2)	74	76	73	72	75	72
(3)	78	93	73	67	80	.
(4)	93					
France						
(1)	64	72	66	66	63,8	57
(2)	71	82	68	72	67	68
(3)	70	98	63	56	63	.
(4)	79					
Italie						
(1)	46	64	51	40	37,1	40
(2)	64					
Pays-Bas						
(1)	67	74	68	69	66	60
(2)	113					
Belgique						
(1)	75	75	76	75	73	71
Royaume-Uni						
(1)	110	.	.	106	116	107
(2)	128	.	122	112	135	140
(3)	88	.	77	83	104	.
Etats-Unis						
(1)	99	.	.	98	99	99
(2)	117	106	115	122	124	120

N.B. : On trouvera les sources et les notes se rapportant à ce tableau à la page suivante.

Sources et notes se rapportant au tableau n° 4

Allemagne

- (¹) Bulletin mensuel de la Bundesbank; entreprises, logements exclus. Le solde net des transferts en capital est compris dans le financement interne.
- (²) Ensemble des entreprises, logements exclus; Bundesbank.
- (³) Echantillon de 2 000 sociétés par actions; Statistisches Bundesamt.
- (⁴) 26 sociétés (1959-1962); Eurosyndicat.

France

- (¹) Entreprises privées du secteur non agricole, logements exclus; comptes de la nation.
- (²) Ensemble des entreprises non financières; comptes de la nation.
- (³) 103 sociétés; échantillon calculé par le Crédit Lyonnais. Fortement pondéré par la sidérurgie et l'industrie lourde et accentué de ce fait la baisse moyenne de l'autofinancement.
- (⁴) 30 sociétés (1959-1962); Eurosyndicat.

Italie

- (¹) Echantillon de 233 sociétés industrielles dont les investissements bruts fixes ont, en 1964, représenté environ 50 % du total des investissements bruts fixes de l'industrie, ceux de l'industrie de la construction et de l'ENEL exclus; Banca d'Italia.
- (²) 18 sociétés (1959-1962); Eurosyndicat.

Pays-Bas

- (¹) Ensemble des entreprises; rapport de Poole, table IX; Central Statistical Bureau.
- (²) 9 grandes sociétés (1959-1962); Eurosyndicat.

Belgique

- (¹) Ensemble des entreprises privées; estimation officieuse du ministère des finances.

Royaume-Uni

- (¹) Epargne et investissements des sociétés privées anglaises; Financial Statistics.
- (²) Ensemble des entreprises non financières; Central Statistical Office.
- (³) Echantillon de 2 000 sociétés environ; Board of Trade.

Etats-Unis

- (¹) Epargne et investissements des sociétés américaines; Federal Reserve Bulletin.
- (²) Ensemble des entreprises non financières et non agricoles; Flow of funds Survey of Current Business, nov. 1965.

TABLEAU n° 5

Dimensions des marchés consolidés des capitaux ⁽¹⁾

Pays	1960	1961	1962	1963	1964	Moyenne
<i>I. Moyens fournis par le marché des capitaux (montants convertis en millions de \$)</i>						
Allemagne	10 610	10 597	9 512	11 470	13 210	11 080
France	6 161	6 956	7 785	8 811	8 793	7 701
Italie ⁽²⁾	.	.	.	6 667	4 855	5 761
Pays-Bas	1 537	1 547	1 707	1 953	2 204	1 805
Belgique	1 400	1 844	1 400	2 120 ⁽³⁾	.	1 691
Royaume-Uni	.	.	5 788	7 361	10 556	7 902
Etats-Unis	34 400	47 200	56 000	63 100	70 000	54 100
<i>II. En pourcentage de la formation intérieure brute de capital</i>						
Allemagne	53,5	48,9	40,6	47,1	46,4	47,1
France	48,8	52,2	50,8	52,1	44,4	49,4
Italie ⁽²⁾	.	.	.	60,7	45,5	53,2
Pays-Bas	50,8	46,0	49,9	54,1	46,4	49,3
Belgique	65,1	74,5	56,2	77,4	.	68,2
Royaume-Uni	.	.	43,5	51,5	59,6	52,3
Etats-Unis	38,4	54,0	55,9	60,4	62,9	54,9

Sources : Moyens fournis par le marché des capitaux; OCDE - CTI; formation intérieure brute de capital; OSCE, Bulletin général de statistiques.

⁽¹⁾ Pour éviter les doubles comptages, les moyens rassemblés sur le marché des valeurs mobilières par les institutions de crédit pour effectuer des prêts ont été déduits.

⁽²⁾ Pour l'Italie, en l'absence de données concernant les moyens fournis par le marché, on a utilisé les chiffres concernant les fonds collectés par le marché.

⁽³⁾ Estimation de l'OCDE.

TABLEAU n° 6

Moyens fournis par les divers compartiments du marché des capitaux (1) (2)

(en % du total)

Moyens	Alle- magne (1960- 1964)	France (1960- 1964)	Italie (1964- 1965)	Pays- Bas (1960- 1964)	Belgi- que (1960- 1962)	Royau- me-Uni (1962- 1964)	Etats- Unis (1960- 1964)
Moyens fournis par le marché des valeurs mobilières	13,5	17,4	36,0	23,2	39,8	13,4	— 0,3
— émissions de valeurs à revenu fixe	6,6	7,8	13,0	19,6	25,4	} 13,4	— 0,3
— émissions d'actions	7,3	9,5	16,0	3,6	14,4		
— émissions de titres négo- ciables à court terme	— 0,4	—	7,0	—	—	—	—
Moyens fournis par le secteur public	10,1	14,0	1,0	2,1	— 0,5	18,6	10,0
Moyens fournis par le système bancaire	39,3	27,3	28,0	20,0	27,3	37,9	29,0
Moyens fournis par les autres intermédiaires financiers	32,4	29,8	35,0	56,6 (3)	33,3	24,3	55,0
Divers	4,7	11,5	—	— 1,9	—	5,8	6,3
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source : OCDE CTI; pour la France une ventilation a été effectuée afin de distinguer les moyens fournis par le système bancaire de ceux fournis par la Caisse des dépôts et consignations qui sont incorporés sous la rubrique « autres intermédiaires financiers ».

(1) Chiffres non disponibles pour le Luxembourg.

(2) Aux « demandeurs finaux » du secteur public et privé à l'exclusion des « intermédiaires financiers ».

(3) Comprend, pour les Pays-Bas, les prêts directs et hypothécaires qui représentent à eux seuls 55,6 %.

TABLEAU n° 7

Emissions intérieures nettes de valeurs mobilières à moyen et à long terme ⁽¹⁾
(moyenne annuelle 1960-1965)

Origine	Valeurs à revenu variable		Valeurs à revenu fixe		Total des valeurs mobilières	
	en millions de \$	en % du total	en millions de \$	en % du total	en millions de \$	en % de la FBC
Allemagne	653,0	20,9	2 473,6	79,1	3 126,6	12,7
France	803,4	31,5	1 744,3	68,5	2 547,7	15,5
Italie	814,6	29,0	1 992,2	71,0	2 806,8	31,6
Pays-Bas	67,6	19,5	278,5	80,5	346,1	9,0
Belgique	148,6	21,4	547,0	78,6	695,6	25,2
Luxembourg	65,6	92,1	5,6	7,9	71,2	44,3 ⁽²⁾
CEE	2 552,8	26,6	7 041,2	73,4	9 594,0	19,7
Royaume-Uni	724,2	39,8	1 092,9 ⁽³⁾	60,2	1 817,1	12,0
Etats-Unis	1 016,0	3,1	32 368,6	96,9	33 384,6	32,8 ⁽²⁾

Sources : Formation intérieure brute de capital OSCE - bulletin général de statistiques; voir les sources indiquées dans les tableaux suivants : tableau n° 22 « émissions de valeurs à revenu variable »; tableau n° 21 « émissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme »; pour les Etats-Unis et le Royaume-Uni, OCDE-CTI.

(1) Sauf indication contraire, les émissions de valeurs mobilières à revenu fixe comprennent : les valeurs à revenu fixe à long terme émises par séries, les obligations hypothécaires, les émissions continues de valeurs à revenu fixe à moyen terme au-delà de 1 an en Allemagne et en Belgique et de 2 ans dans les autres pays, telles que les bons de caisse des institutions de crédit et les bons du Trésor.

(2) Période 1960-1964.

(3) Les titres hypothécaires et les bons du Trésor sont exclus.

TABLEAU n° 8

Crédits à moyen et à long terme à l'économie

(en milliards de \$)

Crédits	1962	1963	1964	1965	Moyenne 1962-1965
<i>Crédits à moyen et à long terme accordés à l'économie (1)</i>					
Allemagne	6,21	6,21	6,82	7,12	6,59
France	2,79	2,84	3,63	3,41	3,17
Italie	2,29	2,77	2,72	2,25	2,51
Pays-Bas	1,05	1,06	1,33	1,54	1,25
Belgique	0,40 (2)	0,49 (2)	0,65 (2)	0,58 (2)	0,53
CEE	12,74	13,37	15,15	14,90	14,04
<i>dont :</i>					
<i>Crédits consentis sur dépôts et res- sources propres</i>					
Allemagne	5,02	4,75	5,11	5,70	5,15
France	2,43	2,40	3,04	2,80	2,67
Italie	1,14	1,53	1,58	1,26	1,38
Pays-Bas	0,98	0,94	1,24	1,38	1,14
Belgique	0,32 (2)	0,40 (2)	0,63 (2)	0,43 (2)	0,45
CEE	9,89	10,02	11,60	11,57	10,77
<i>Crédits consentis sur fonds emprun- tés sur les marchés des valeurs mobilières</i>					
Allemagne	1,19	1,46	1,71	1,42	1,45
France	0,36	0,44	0,59	0,61	0,50
Italie	1,15	1,24	1,14	0,99	1,13
Pays-Bas	0,07	0,12	0,09	0,16	0,11
Belgique	0,08	0,09	0,02	0,15	0,09
CEE	2,85	3,35	3,55	3,33	3,27

Source : Banque européenne d'investissement, rapport annuel 1965.

(1) Par crédits à moyen et à long terme à l'économie, la BEI désigne les crédits accordés par les institutions financières aux entreprises et particuliers. Sont exclus les prêts consentis directement entre particuliers et les avances accordées aux sociétés par leurs actionnaires. En Allemagne, en France, en Italie et aux Pays-Bas, les prêts consentis par le secteur public sont inclus dans ces chiffres.

(2) Y compris les crédits d'investissement et les avances à terme fixe consentis par les banques belges, évalués forfaitairement à 50 % du poste « avances de leurs bilans ».

TABLEAU n° 9

*Emissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme
pour le financement du secteur public dans les pays de la CEE
(moyenne 1960-1965)*

Origine	Allemagne	France	Italie	Pays-Bas	Belgique
	<i>en millions de \$</i>				
1. Etat	329,17 ⁽¹⁾	486,12	} 216,88 ⁽⁴⁾	69,53	213,00
2. Collectivités locales	558,12	27,68		105,93 ⁽⁶⁾	105,66
<i>dont :</i>					
Emissions directes	(91,6)	(27,68)	.	.	(3,33)
Emissions des institutions spécialisées de crédit destinées au financement des collectivités locales	(548,96) ⁽²⁾	⁽³⁾	⁽⁵⁾	.	(102,33)
3. Entreprises publiques	273,86	318,34	498,75	⁽⁷⁾	41,33
Ensemble du secteur public	1 161,15	832,14	715,63	175,46	359,99
	<i>en % du total des émissions intérieures nettes</i>				
1. Etat	13,3	27,9	} 11,1	25,0	38,9
2. Collectivités locales	22,6	1,7		38,0	19,3
<i>dont :</i>					
Emissions directes	(0,4)	(1,7)	.	.	(0,6)
Emissions des institutions spécialisées de crédit destinées au financement des collectivités locales	(22,2)	.	.	.	(18,7)
3. Entreprises publiques	11,1	18,2	24,9	.	7,6
Ensemble du secteur public	47,0	47,8	36,0	63,0	65,8

N.B. : On trouvera les sources et les notes se rapportant à ce tableau à la page suivante.

Sources et notes se rapportant au tableau n° 9

Sources : *Allemagne* : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; *France* : rapports annuels du Conseil national du crédit; *Italie* : rapports annuels de la Banca d'Italia; *Pays-Bas* : rapports annuels de la Nederlandsche Bank; *Belgique* : bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique et rapports annuels du Crédit communal de Belgique.

(¹) Y compris les Länder.

(²) Les moyens recueillis sous forme « d'obligations communales » sont utilisés principalement pour le financement des communes, mais également pour le financement d'autres investissements du secteur public, ou même en Allemagne pour la construction lorsqu'il existe des garanties publiques. Dans ce pays, une partie de ces obligations, incluse dans ce chiffre, est émise par des banques hypothécaires privées.

(³) On ne dispose que du montant brut des obligations communales émises par le Crédit foncier (de France; moyenne 1960-1965 en Mio de \$: 37,81.

(⁴) Emprunts de l'Etat et emprunts du CCOP pour compte du Trésor, sauf les emprunts « ferroviaire » pour compte du Trésor qui sont inclus dans le poste entreprises publiques.

(⁵) En Italie, il n'existe pas « d'obligations communales » strictement comparables aux titres émis par le Crédit foncier en France ou les banques hypothécaires en Allemagne. Néanmoins, on pourrait considérer que les obligations « ordinaires » du CCOP et les obligations émises par les branches spéciales pour le financement des travaux publics de la « Cassa di risparmio delle provincie Lombarde » et du « Istituto fondiario delle Venezie » présentent certaines similitudes avec les obligations communales; les montants de ces émissions n'ont pu être isolés.

(⁶) Y compris les émissions de la Banque des communes néerlandaises, car on ne dispose pas du montant net des émissions effectuées par les provinces et les communes.

(⁷) Il n'a pas été possible d'isoler le montant net des émissions effectuées par les entreprises semi-publiques.

TABLEAU
Financement externe
I. (y compris la construction de logements)

	ALLEMAGNE				FRANCE			
	I		II		I		II	
	en milliards de DM	en %	en milliards de DM	en %	en milliards de FF	en %	en milliards de FF	en %
Total du financement								
1960	27,7	100,0	16,8	100,0	25,6	100,0	20,2	100,0
1961	35,6	100,0	23,8	100,0	27,8	100,0	22,3	100,0
1962	35,0	100,0	21,9	100,0	31,1	100,0	25,4	100,0
1963	36,0	100,0	21,8	100,0	34,3	100,0	27,6	100,0
1964	41,7 ⁽¹⁾	100,0	26,3 ⁽²⁾	100,0				
moyenne 1960 à 1964	35,3	100,0	22,2	100,0	29,7 ⁽²⁾	100,0 ⁽²⁾	23,9 ⁽²⁾	100,0 ⁽²⁾
Concours à court terme des établissements de crédit								
1960	5,6	20,2	5,5	32,7	7,1	27,7	7,0	34,7
1961	7,1	19,9	6,9	29,0	8,4	30,2	8,2	36,8
1962	2,9	8,3	2,6	11,9	9,7	31,2	9,5	37,4
1963	3,6	10,0	3,3	15,1	8,6	25,1	8,0	29,0
1964	5,1 ⁽¹⁾	12,2	5,1 ⁽²⁾	19,4				
moyenne 1960 à 1964	4,9	13,9	4,7	21,2	8,5 ⁽²⁾	28,6 ⁽²⁾	8,2 ⁽²⁾	34,5 ⁽²⁾
Concours à moyen et à long terme des établissements de crédit								
1960	11,3	40,9	4,3	25,6	6,4	25,0	3,0	14,8
1961	15,6	43,8	7,8	32,8	7,7	27,7	4,3	19,3
1962	17,9	51,1	9,0	41,7	9,5	30,5	6,0	23,6
1963	18,5	51,4	8,8	49,1	11,0	32,1	7,3	26,4
1964	19,8 ⁽¹⁾	47,5	8,4 ⁽²⁾	31,9				
moyenne 1960 à 1964	16,6	47,0	7,7	34,7	8,7 ⁽²⁾	28,8 ⁽²⁾	5,2 ⁽²⁾	21,0 ⁽²⁾
Prêt des organismes d'assurances								
1960	1,7	6,1	1,1	6,5	.	.	.	.
1961	2,6	7,3	1,6	6,7	.	.	.	.
1962	2,6	7,4	1,6	7,3	.	.	.	.
1963	2,7	7,5	1,4	6,4	.	.	.	.
1964	2,8 ⁽¹⁾	6,7	1,5 ⁽²⁾	5,7	.	.	.	.
moyenne 1960 à 1964	2,5	7,1	1,4	6,3	.	.	.	.
Placements de valeurs à revenu fixe								
1960	0,2	0,7	0,2	1,2	2,3	9,0	2,3	11,4
1961	0,9	2,5	0,9	3,8	2,5	9,0	2,5	11,2
1962	2,2	6,3	2,2	10,0	2,8	9,0	2,8	11,0
1963	2,0	5,6	2,0	9,2	2,5	7,3	2,5	9,1
1964	1,7	4,1	1,7 ⁽¹⁾	6,5	.	.	.	.
moyenne 1960 à 1964	1,4	4,0	1,4	6,3	2,5 ⁽²⁾	8,6 ⁽²⁾	2,5 ⁽²⁾	10,1 ⁽²⁾
Placements d'actions								
1960	2,8	10,1	2,8	16,7	2,6	10,2	2,6	12,9
1961	3,3	9,3	3,3	13,9	3,4	12,2	3,4	15,2
1962	2,2	6,3	2,1	8,6	4,5	14,5	4,5	17,7
1963	1,3	3,6	1,3	6,0	4,2	12,2	4,2	15,2
1964	2,2	5,3	2,1 ⁽¹⁾	8,0	.	.	.	.
moyenne 1960 à 1964	2,4	6,8	2,3	10,4	3,7	12,3 ⁽²⁾	3,7 ⁽²⁾	15,3 ⁽²⁾
Crédits directs de l'Etat								
1960	2,5	9,0	— 0,4	— 2,4	5,7	22,3	3,8	18,8
1961	4,0	11,2	1,2	5,0	4,2	15,1	2,3	10,3
1962	6,0	17,1	— 3,2	14,6	2,7	8,7	0,7	2,8
1963	6,8	18,9	3,9	17,9	6,2	18,1	3,8	13,8
1964	6,0 ⁽¹⁾	14,4	3,4 ⁽²⁾	12,9	.	.	.	.
moyenne 1960 à 1964	5,1	14,4	2,3	10,4	4,7 ⁽²⁾	16,0 ⁽²⁾	2,7 ⁽²⁾	11,4 ⁽²⁾
Crédits à l'étranger								
1960	3,3	13,1	3,3	19,7	1,5	7,8	1,5	7,4
1961	2,1	6,0	2,1	8,8	1,6	5,8	1,6	7,2
1962	1,2	3,5	1,2	5,5	1,9	6,1	1,9	7,5
1963	1,1	3,0	1,1	5,0	1,8	5,2	1,8	6,5
1964	4,1 ⁽¹⁾	9,8	4,1 ⁽²⁾	15,6	.	.	.	.
moyenne 1960 à 1964	2,4	6,8	2,4	10,7	1,7 ⁽²⁾	5,7 ⁽²⁾	1,7 ⁽²⁾	7,2 ⁽²⁾

Sources: Commissariat général du plan d'équipement et de productivité: Ve plan 1966-1970; rapport général de la commission de l'économie générale et du financement: annexes tome II; remarques sur certains aspects du financement des investissements industriels dans les pays de la CEE, par J. P. Delacour; tableau établi sur la base du Bulletin statistique de l'OSCE; pour la France: rapport sur les comptes de la nation; pour l'Allemagne fédérale: Monatsberichte de la Deutsche Bundesbank; pour les Pays-Bas: Nationale Rekeningen; pour l'Italie: rapporto della Banca d'Italia. Les sources ont été mises à jour pour l'Allemagne, l'Italie et la Belgique et rectifiées pour ces mêmes pays, en ce qui concerne les placements d'action et de valeurs à revenu fixe, pour la colonne II.

TABLEAU n° 11

Structure financière des entreprises

Année 1963	Fonds propres (1) par rapport aux immobilisations	Capitaux permanents par rapport aux immobilisations	Fonds de roulement net par rapport aux stocks	Réalisable et disponible par rapport aux dettes à court terme	Dettes à moyen et à long terme par rapport au « cash flow »	Dettes à moyen et à long terme par rapport aux fonds propres
Allemagne	0,90 (1)	1,27	0,72	0,82	2,44	0,41
France	0,94	1,31	0,68	0,78	2,64	0,39
Italie	0,67 (1)	1,07	0,25	0,64	4,31 (2)	0,59
Royaume-Uni (3)	1,26	1,49	1,04	1,05	.	0,18
Etats-Unis	1,18	1,46	1,24	1,31	1,50	0,24

Sources : voir tableau 10; *Allemagne* : Wirtschaft und Statistik; statistiques globales concernant un grand nombre d'entreprises; *France* : Centrale des bilans de la SEDES (219 sociétés appartenant à 10 secteurs y compris la sidérurgie); *Italie* : Mediobanca (131 sociétés non financières importantes appartenant aux divers secteurs); *Royaume-Uni* : Crédit lyonnais (échantillon de 76 sociétés importantes du secteur non financier); *Etats-Unis* : Statistiques du Trésor américain (plus de 32 000 sociétés non financières).

(1) Y compris les provisions pour pensions en Allemagne (8,2 %) et pour indemnités de départ en Italie (6 %).

(2) Le rapport endettement à long terme - cash flow pour l'Italie est calculé sur un échantillon différent de 44 sociétés.

(3) Année 1962 pour le Royaume-Uni.

TABLEAU n° 12

Répartition des placements financiers nets des secteurs non financiers
(accroissement moyen annuel)

Fonds	Allemagne (1960-1964)	France (1959-1963)	Italie (1963-1965)	Pays-Bas (1960-1964)	Belgique (1959-1963)	Royaume-Uni (1962-1965)	Etats-Unis (1960-1964)
1. Fonds confiés au marché des valeurs mobilières	19,3	15,3	22,0	14,0	31,8	-9,0	10,7
Achat de valeurs à revenu fixe	12,8	8,5	11,0	—	21,1	—	11,8
Achat d'actions	6,5	6,8	11,0	—	10,6	—	-1,1
2. Fonds confiés au système bancaire	32,7	40,5	58,0	23,6	35,2	35,0	31,0
Numéraire	(	(	6,0	7,9	19,5	}}	6,1
Dépôts à vue	12,0	31,5	23,0	7,0	5,0	}}	}}
Dépôts à terme	1,8	(	25,0	3,7	4,5	}}	}}
Dépôts d'épargne	4,3	(	(	4,9	(}}	}}
Autres fonds confiés aux banques (à l'exception des achats de valeurs mobilières)	14,6	2,6	4,0	0,1	6,3	—	—
3. Fonds confiés au secteur public financier (à l'exception des dépôts à terme) (1)	-2,5	17,9	—	-1,3	—	9,0	9,2
dont bons du Trésor	—	5,7	—	-0,8	0,1	-0,3	—
4. Fonds confiés aux autres intermédiaires financiers (à l'exception des achats de valeurs mobilières)	33,0	26,3	20,0	61,8	32,9	65,0	49,0
Fonds confiés aux organismes d'épargne	18,4	20,0	8,0	22,7	15,7	5,0	27,2
Fonds confiés aux institutions de crédit spécialisées	5,0	3,6	5,0	—	2,7	22,0	1,5
Fonds confiés aux fonds de pension et aux compagnies d'assurances	9,6	2,7	7,0	39,1	14,4	38,0	20,3
5. Divers	17,5 (2)	—	—	1,8	—	—	—
6. Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Source: OCDE CTI; pour l'Allemagne et la France une ventilation a été effectuée afin de distinguer les fonds confiés aux organismes d'épargne de ceux confiés au système bancaire et aux institutions de crédit spécialisées.

(1) La définition du secteur public financier varie de pays à pays.

(2) Représente essentiellement les fonds que le secteur public met à la disposition des constructeurs de logement par l'intermédiaire d'organismes publics financiers.

TABLEAU n° 13

Mouvements de capitaux privés à long terme (1)

Origine	(montants convertis en millions de \$)						
	1960	1961	1962	1963	1964	1965	Total
Allemagne							
R (2)	- 339,86	- 253,75	- 345,50	- 296,00	- 513,00	- 530,50	- 2 278,61
NR (2)	+ 598,86	+ 461,25	+ 621,25	+ 1 085,25	+ 622,25	+ 974,50	+ 4 363,35
Solde	+ 259,00	+ 207,50	+ 275,75	+ 789,25	+ 109,25	+ 444,00	+ 2 084,74
(dont CEE) R	(- 127,37)	(- 17,25)	(- 38,50)	(- 122,25)	(- 230,75)	(- 236,25)	(- 772,37)
NR	(+ 252,66)	(+ 71,00)	(+ 207,00)	(+ 338,00)	(+ 206,00)	(+ 433,75)	(+ 1 508,41)
Solde	(+ 125,29)	(+ 53,75)	(+ 168,50)	(+ 215,75)	(- 24,75)	(+ 197,50)	(+ 736,04)
France							
R	- 13,70	- 56,90	- 22,90	+ 52,50	- 45,96	- 175,00	- 261,96
NR	+ 318,50	+ 427,10	+ 465,00	+ 458,20	+ 540,60	+ 239,79	+ 2 449,19
Solde	+ 304,80	+ 370,20	+ 442,10	+ 510,70	+ 494,64	+ 64,79	+ 2 187,23
(dont CEE) R	(- 3,90)	(- 44,60)	(- 53,00)	(- 22,76)	(- 64,96)	(- 39,00)	(- 228,22)
NR	(+ 51,10)	(+ 96,10)	(+ 105,00)	(+ 136,10)	(+ 118,45)	(+ 161,00)	(+ 667,75)
Solde	(+ 47,20)	(+ 51,50)	(+ 52,00)	(+ 113,34)	(+ 53,49)	(+ 122,00)	(+ 439,53)
Italie							
R	.	.	.	- 263,90	- 221,00	- 301,00	- 785,90
NR	.	.	.	+ 1 214,00	+ 1 063,00	+ 492,00	+ 2 769,00
Solde (4)	+ 309,80	+ 499,90	+ 541,40	+ 950,10	+ 842,00	+ 191,00	+ 3 334,20
(dont CEE) R	.	.	.	(- 48,90)	(- 56,00)	(- 137,00)	(- 241,90)
NR	.	.	.	(+ 82,60)	(+ 292,00)	(+ 80,00)	(+ 454,60)
Solde	.	.	.	(+ 33,70)	(+ 236,00)	(- 57,00)	(+ 212,70)

NR	+ 345,01	+ 320,72	+ 278,36	+ 277,68	+ 287,00	+ 307,00	+ 1 815,77
Solde	+ 182,64	- 171,29	- 10,58	- 16,28	+ 141,00	+ 27,00	+ 215,49
(dont CEE) R	(- 186,84)	(- 206,92)	(- 155,24)	(- 126,24)	(- 67,00)	(- 120,00)	(- 862,24)
NR	(+ 64,47)	(+ 24,59)	(+ 99,44)	(+ 45,58)	(+ 83,00)	(+ 113,00)	(+ 430,08)
Solde	(- 122,17)	(- 182,33)	(- 55,80)	(- 80,66)	(+ 16,00)	(- 7,00)	(- 432,16)
UEBL	R	.	.	.	.	.	.
NR	.	.	.	.	.	.	.
Solde	- 80,00	+ 44,00	+ 24,00	+ 12,00	+ 168,00	+ 134,00	+ 302,00
(dont CEE) R	.	.	.	.	.	.	.
NR	.	.	.	.	.	.	.
Solde	.	.	.	.	.	.	.
Solde général (*)	+ 976,24	+ 960,31	+ 1 272,67	+ 2 245,77	+ 1 754,89	+ 860,79	+ 8 070,67

Source: Balance des paiements et informations communiquées par les Etats membres au titre de l'art. 72 du Traité.

(*) Capitaux privés à plus d'un an.

(1) R = transactions réalisées par les résidents (exportations de capitaux nettes des liquidations et remboursements).

(2) NR = transactions réalisées par les non-résidents (importations de capitaux nettes des liquidations et remboursements).

(3) Ces chiffres sont gonflés artificiellement, car ils comprennent des rapatriements de capitaux italiens, sous couvert de noms étrangers, préalablement exportés sous forme de billets de banque. Ils pourraient avoir atteint selon la Banca d'Italia en 1962 575 Mio de dollars, 955 Mio de dollars en 1963. Aucune estimation n'a été donnée pour 1964 et 1965, mais le phénomène étant plus réduit, la correction à apporter est également plus modeste.

TABLEAU n° 14

Formes des mouvements de capitaux privés à long terme

(montants convertis en millions de \$)

Origine	1960	1961	1962	1963	1964	1965	Total
A. Investissements directs							
Allemagne	- 61,77	- 75,00	- 81,25	- 98,25	- 233,00	- 299,00	- 848,27
NR (2)	+ 82,14	+ 108,50	+ 138,00	+ 144,25	+ 324,00	+ 614,00	+ 1 410,89
(dont CEE)	(- 13,81)	(- 13,25)	(- 13,75)	(- 56,25)	(- 98,00)	(- 123,00)	(- 318,06)
NR	(+ 33,81)	(+ 18,75)	(+ 34,75)	(+ 17,75)	(+ 81,00)	(+ 140,00)	(+ 326,06)
France	- 54,40	- 99,50	- 49,40	- 95,90	- 132,00	- 189,00	- 620,20
NR	+ 117,30	+ 176,30	+ 251,00	+ 211,10	+ 232,00	+ 237,00	+ 1 224,70
(dont CEE)	(- 14,60)	(- 45,70)	(- 1,50)	(- 23,40)	(- 63,00)	(- 63,00)	(- 176,20)
NR	(+ 30,20)	(+ 62,70)	(+ 63,80)	(+ 66,20)	(+ 60,00)	(+ 58,00)	(+ 340,90)
Italie	.	.	.	- 168,30	- 136,00	- 178,00	- 482,30
NR	.	.	.	+ 338,30	+ 535,00	+ 286,00	+ 1 159,30
(dont CEE)	.	.	.	(- 37,10)	(- 25,00)	(- 61,00)	(- 123,10)
NR	.	.	.	(+ 39,00)	(+ 234,00)	(+ 38,00)	(+ 311,00)
Pays-Bas	- 93,95	- 93,92	- 106,35	- 137,57	- 145,00	- 124,00	- 700,79
NR	+ 26,32	+ 23,76	+ 55,52	+ 70,99	+ 89,00	+ 67,00	+ 332,59
(dont CEE)	(- 44,21)	(- 41,99)	(- 61,60)	(- 52,76)	(- 72,00)	(- 44,00)	(- 316,56)
NR	(+ 6,32)	(+ 23,20)	(+ 30,66)	(+ 10,50)	(+ 17,00)	(+ 15,00)	(+ 102,68)
B. Investissements de portefeuille							
Allemagne	- 170,24	- 28,25	- 183,25	- 118,75	- 135,00	- 116,00	- 751,49
NR	+ 493,57	+ 368,75	+ 380,50	+ 717,00	+ 46,00	+ 9,00	+ 1 996,82
(dont CEE)	(- 90,47)	(+ 23,00)	(- 4,75)	(- 44,50)	(- 20,00)	(- 25,00)	(- 161,72)
NR	(+ 219,76)	(+ 83,50)	(+ 118,50)	(+ 226,25)	(+ 9,00)	(+ 15,00)	(+ 672,01)
France	+ 61,20	+ 64,70	+ 1,50	+ 115,60	+ 78,00	+ 59,00	+ 377,00
NR	+ 46,00	+ 120,00	+ 123,00	+ 129,80	+ 137,00	+ 115,00	+ 670,00
(dont CEE)	(+ 13,80)	(+ 6,70)	(- 45,40)	(+ 15,30)	(+ 3,00)	(+ 13,00)	(+ 6,40)
NR	(+ 11,30)	(+ 21,80)	(+ 28,70)	(+ 32,40)	(+ 32,00)	(+ 54,00)	(+ 180,20)
Italie (3)	.	.	.	- 20,40	- 14,00	- 12,00	- 46,40
NR	.	.	.	+ 595,60	+ 3,00	+ 27,00	+ 571,60
(dont CEE)	.	.	.	(- 4,80)	(- 3,00)	(- 5,00)	(- 12,80)
NR	.	.	.	(+ 13,90)	(+ 11,00)	(+ 15,00)	(+ 39,90)
Pays-Bas	- 111,84	- 211,33	- 103,31	- 54,70	+ 13,00	- 46,00	- 514,18
NR	+ 282,37	+ 181,77	+ 206,35	+ 142,54	+ 90,00	+ 124,00	+ 1 027,03
(dont CEE)	(- 125,26)	(- 131,22)	(- 62,98)	(- 72,37)	(+ 27,00)	(- 48,00)	(- 412,83)
NR	(+ 55,78)	(+ 2,21)	(+ 59,94)	(+ 21,55)	(+ 52,00)	(+ 65,00)	(+ 256,48)
UEBL (4)	- 90,00	- 94,00	- 60,00	- 102,00	- 26,00	- 42,00	- 414,00
NR	+ 10,00	+ 30,00	+ 16,00	+ 16,00	+ 2,00	+ 10,00	+ 84,00
(dont CEE)	.	.	.	.	.	.	.
NR	.	.	.	.	.	.	.

Allemagne	R	78,33	-	105,75	-	24,75	-	37,50	-	103,50	-	61,25	-	411,08
	NR	+ 45,05	+ 22,75	+ 129,25	+ 243,50	+ 129,25	+ 243,50	+ 7,00	+ 274,25	+ 274,25	+ 395,25	+ 395,25	+ 1 110,05	+ 1 110,05
(dont CEE)	R	(- 16,90)	(- 18,00)	(- 57,25)	(- 5,75)	(- 5,75)	(- 5,75)	(- 7,00)	(- 72,50)	(- 72,50)	(- 40,25)	(- 40,25)	(- 160,40)	(- 160,40)
	NR	(+ 26,66)	(+ 23,50)	(+ 57,25)	(+ 57,25)	(+ 57,25)	(+ 57,25)	(+ 97,27)	(+ 128,25)	(+ 128,25)	(+ 294,75)	(+ 294,75)	(+ 580,66)	(+ 580,66)
France	R	- 20,50	- 22,10	- 15,70	- 15,70	- 15,70	- 35,90	- 66,40	- 66,40	- 66,40	- 45,00	- 45,00	- 205,00	- 205,00
	NR	+ 155,20	+ 130,80	+ 91,10	+ 91,10	+ 91,10	+ 117,30	+ 171,70	+ 171,70	+ 171,70	+ 164,00	+ 164,00	+ 675,57	+ 675,57
(dont CEE)	R	(- 3,10)	(- 5,60)	(- 11,20)	(- 11,20)	(- 11,20)	(- 22,50)	(- 14,16)	(- 14,16)	(- 14,16)	(- 24,00)	(- 24,00)	(- 80,56)	(- 80,56)
	NR	(+ 9,60)	(+ 11,60)	(+ 12,50)	(+ 12,50)	(+ 12,50)	(+ 37,50)	(+ 26,45)	(+ 26,45)	(+ 26,45)	(+ 49,00)	(+ 49,00)	(+ 146,65)	(+ 146,65)
Italie	R	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	NR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
(dont CEE)	R	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	NR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Pays-Bas	R	55,63	- 122,38	- 64,09	- 64,09	- 64,09	- 87,60	- 87,60	- 14,00	- 14,00	- 110,00	- 110,00	- 453,60	- 453,60
	NR	+ 33,16	+ 107,18	+ 12,71	+ 12,71	+ 12,71	+ 56,97	+ 56,97	+ 108,00	+ 108,00	+ 116,00	+ 116,00	+ 434,02	+ 434,02
(dont CEE)	R	(- 17,37)	(- 34,81)	(- 26,52)	(- 26,52)	(- 26,52)	(+ 4,14)	(+ 4,14)	(- 22,00)	(- 22,00)	(- 28,00)	(- 28,00)	(- 124,56)	(- 124,56)
	NR	(+ 2,63)	(+ 1,10)	(+ 10,22)	(+ 10,22)	(+ 10,22)	(+ 12,15)	(+ 12,15)	(+ 14,00)	(+ 14,00)	(+ 33,00)	(+ 33,00)	(+ 70,90)	(+ 70,90)
D. Transactions diverses (*)														
Allemagne	R	29,52	- 44,75	- 56,25	- 56,25	- 56,25	- 41,50	- 41,50	- 41,50	- 41,50	- 54,25	- 54,25	- 267,77	- 267,77
	NR	- 21,90	- 38,75	- 26,50	- 26,50	- 26,50	- 19,50	- 19,50	- 22,00	- 22,00	- 25,75	- 25,75	- 154,40	- 154,40
(dont CEE)	R	(- 6,19)	(- 9,00)	(- 14,25)	(- 14,25)	(- 14,25)	(- 14,50)	(- 14,50)	(- 40,25)	(- 40,25)	(- 48,00)	(- 48,00)	(- 132,19)	(- 132,19)
	NR	(- 3,57)	(- 7,75)	(- 3,50)	(- 3,50)	(- 3,50)	(- 3,25)	(- 3,25)	(- 12,25)	(- 12,25)	(- 16,00)	(- 16,00)	(- 46,32)	(- 46,32)
France	R	.	.	+ 43,70	+ 43,70	+ 43,70	+ 68,70	+ 68,70	+ 74,44	+ 74,44	.	.	+ 186,84	+ 186,84
	NR	.	.	+ 0,10	+ 0,10	+ 0,10	.	.	+ 0,10	+ 0,10	.	.	+ 0,20	+ 0,20
(dont CEE)	R	.	.	(+ 5,10)	(+ 5,10)	(+ 5,10)	(+ 7,84)	(+ 7,84)	(+ 9,20)	(+ 9,20)	.	.	(+ 22,14)	(+ 22,14)
	NR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Italie	R	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	NR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
(dont CEE)	R	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
	NR	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Pays-Bas	R	1,05	- 1,38	- 15,19	- 15,19	- 15,19	- 14,09	- 14,09	- 14,09	- 14,09	- 31,71	- 31,71	- 31,71	- 31,71
	NR	+ 3,16	+ 8,01	+ 3,78	+ 3,78	+ 3,78	+ 7,18	+ 7,18	.	.	.	.	+ 22,13	+ 22,13
(dont CEE)	R	(-)	(+ 1,10)	(- 4,14)	(- 4,14)	(- 4,14)	(- 5,25)	(- 5,25)	.	.	.	.	(- 8,29)	(- 8,29)
	NR	(- 0,26)	(+ 0,28)	(- 1,38)	(- 1,38)	(- 1,38)	(- 1,38)	(- 1,38)	.	.	.	.	(- 2,74)	(- 2,74)

Sources : Voir tableau n° 13.

(*) R = transactions réalisées par les résidents (exportations de capitaux nettes des liquidations et remboursements).

(1) NR = transactions réalisées par les non-résidents (importations de capitaux nettes des liquidations et remboursements).

(2) Cette rubrique comprend aussi les transactions diverses constituées par des investissements immobiliers.

(3) Cette rubrique reprend les achats nets de titres étrangers par des résidents et achats nets de titres de l'UEBL par des étrangers.

(4) Pour la France en 1965 et l'Italie et les Pays-Bas en 1964 et 1965, cette rubrique comprend également les transactions diverses, aucune ventilation entre crédits à un an et plus et les transactions diverses n'étant actuellement disponible.

(5) Pour la France, cette rubrique créée en 1962 enregistre les rapatriements effectués sous couvert de l'anonymat ainsi que les indemnités consécutives à des nationalisations. Ces opérations étaient auparavant regroupées avec les investissements de portefeuille.

Pour l'Allemagne, cette rubrique comprend notamment les investissements en propriétés foncières.

TABLEAU n° 15

Emissions publiques d'obligations étrangères de 1961 à 1965

(montants bruts en millions de \$)

Emissions	1961	1962	1963	1964	1965	1961-1965 Total
A. « Emissions étrangères en monnaie locale »	199,71	651,36	568,63	588,00	609,41	3 011,11
Allemagne (1)	24,90	5,00	40,00	35,00	—	104,90
France	—	—	—	30,38	25,32	55,70
Italie (2)	24,00	24,00	24,00	—	24,00	96,00
Pays-Bas	159,39	52,49	—	15,20	29,00	256,08
Belgique	—	—	—	—	12,00	12,00
Luxembourg	—	6,00	—	—	0,60	6,60
Total CEE	208,29	87,49	64,00	80,58	90,92	531,28
Royaume-Uni (3)	—	5,60	130,09	123,62	36,82	296,13
Suisse	242,82	149,77	131,71	93,30	86,67	704,27
Total Europe	451,11	248,86	325,80	297,50	214,31	1 531,68
Etats-Unis (4)	148,60	402,50	242,83	290,50	395,00	1 479,43
B. « Euro-emissions » (5)	5,00	25,00	132,22	650,75	957,52	1 770,49
dont:						
UC	5,00	5,00	53,00	10,00	—	73,00
Option de change	—	20,00	—	14,00	64,40	98,40
DM	—	—	—	200,05	415,00	615,05
FS	—	—	13,72	—	—	13,72
\$, soumises à IET	—	—	65,50	426,70	478,12	970,32
Total (A + B)	604,71	676,36	700,85	1 238,75	1 566,93	4 781,60

Source: CEE; direction générale des affaires économiques et financières; direction des études.

(1) Après le 1-4-1964, date où fut annoncée l'instauration d'une retenue à la source (Kuponsteuer) sur le revenu des obligations allemandes détenues par des non-résidents, les emprunts en DM émis en Allemagne par des non-résidents ont été considérés comme des euro-émissions, étant donné qu'ils ont été souscrits pour un pourcentage très élevé par des non-résidents.

(2) Non compris en 1965 la tranche italienne de l'emprunt parallèle ENEL, celle-ci étant considérée comme un emprunt intérieur.

(3) Y compris les emprunts des pays du Commonwealth.

(4) Non compris les émissions en dollars émises soit hors des USA, soit aux USA, mais assujetties à la taxe de péréquation de l'intérêt, soit frappées d'une interdiction de vente aux USA; l'emprunt de la Development Corporation for Israël de 400 Mio de dollars qui a commencé en 1964, et les emprunts canadiens.

(5) Comprend les émissions placées principalement sur des marchés autres que celui du pays dans la monnaie duquel elles sont libellées et notamment les catégories suivantes:

— les émissions en \$ soumises à la taxe de péréquation de l'intérêt (IET);

— les émissions en DM lancées après le 1-4-1964 (voir note 1);

— les émissions avec option de change \$/DM et £/DM;

— les émissions en UC;

— les émissions en FS émises à l'étranger.

TABLEAU n° 16

Emissions publiques d'obligations étrangères ventilées selon les marchés d'émission et la résidence des émetteurs
(pour la période 1961-1965)

(montants bruts en millions de \$)

Origine	A. Par des émetteurs des pays indiqués sur les marchés de :			Total	B. Sur les marchés des pays indiqués, par des émetteurs provenant de :							Total	Solde (A-B)
	CEE	Euro-émissions	pays tiers		CEE	autres organismes internationaux ⁽¹⁾	Royaume-Uni	USA	pays scandinaves	Japon	autres pays		
Allemagne		20,00	140,62	160,62		15,00	1,90		10,00	75,00	3,00	104,90	55,72
France	24,86	30,00	70,09	124,95	55,70							55,70	69,25
Italie	34,82	135,00	34,29	204,11	72,00	24,00						96,00	108,11
Pays-Bas	55,62	11,43	11,43	67,05	158,70	33,15		5,52	33,85		24,86	256,08	189,03
Belgique	46,82	20,00	81,29	168,11	12,00							12,00	156,11
Luxembourg			13,72	13,72	6,60							6,60	7,12
BEI et CECA	213,50	157,50	13,72	384,72									384,72
Total	320,00	418,12	365,16	1 103,28	320,00	59,05	5,52	43,85	75,00	27,86		531,28	572,00
Autres organismes internationaux ⁽²⁾		122,50	641,76	823,31									
Euro-émissions ⁽³⁾	59,05				418,12			297,00		164,50		1 770,49	823,31
Suisse		25,00	124,51	155,03	310,16	77,76	8,40	37,73	60,04	11,43		704,27	704,27
Royaume-Uni	5,52	297,00	37,73	334,73	55,00	532,60		4,06	14,00	269,67		296,13	141,10
États-Unis		164,50	264,43	503,93				225,50	239,00			1 470,43	1 144,70
Japon	75,00	575,87	289,60	909,32									503,93
Pays scandinaves	43,85	167,50	779,64	975,00									909,32
Autres pays	27,86						23,00					23,00	952,00
Total	531,28	1 770,49	2 502,83	4 804,60	1 103,28	823,31	155,03	334,73	503,93	975,00		4 804,60	0,00

Sources : Voir tableau n° 15.

(1) Y inclus la BEI et la CECA.

(2) Cette rubrique comprend les émissions effectuées par : la Banque internationale pour la reconstruction et le développement, la Banque inter-américaine de développement, le Fonds de rétablissement du Conseil de l'Europe, Eurofima.

(3) Voir note (5) du tableau n° 15.

(4) Ce chiffre ne correspond pas avec le total du tableau n° 15 car il comprend une émission de 23 Mio de dollars effectuée en mars 1965 par la BIRD sur le marché canadien

TABLEAU n° 17

Formation brute de capital fixe dans le secteur du logement

Pays	1960	1961	1962	1963	1964	1965	Moyenne 1960-1965	Moyenne 1960-1965 par habitant
	en millions de \$						en \$	
Allemagne	3 747,62	4 452,50	4 942,50	5 307,50	6 092,50	6 370,00	5 152,10	90
France	2 831,68	3 125,38	3 457,56	4 134,09	5 424,34	6 218,35	4 198,57	89
Italie	2 016,00	2 270,40	2 828,80	3 459,20	4 075,20	3 843,20	3 082,13	61
Pays-Bas	475,79	510,22	516,57	556,08	773,48	922,65	625,80	53
Belgique	586,00	646,00	588,00	560,00	898,00	956,00	705,67	76
Luxembourg	19,92	27,80	29,00	30,72	.	.	26,86	84
CEE	9 677,01	11 032,30	12 362,43	14 047,59	17 263,52	18 310,20	13 782,17	78
	en % de l'ensemble de la formation brute de capital fixe							
Allemagne	22,3	22,1	21,9	22,3	22,3	21,3	22,0	
France	25,3	24,5	24,3	25,6	29,0	30,7	27,0	
Italie	27,0	26,6	28,8	30,2	35,4	35,8	31,1	
Pays-Bas	17,9	16,9	16,1	16,3	18,2	19,8	17,7	
Belgique	27,5	27,0	22,4	20,6	27,4	27,6	25,5	
Luxembourg	18,2	21,9	20,3	17,4	.	.	19,3	
CEE	23,8	23,5	23,4	24,2	26,3	26,4	24,8	

Source : OSCE, comptes nationaux 1955-1965.

TABLEAU n° 18

Répartition des acquisitions nettes de valeurs à revenu fixe (1)

	En mil- lions de \$	En %						Ø
		Ø	1960	1961	1962	1963	1964		1965
<i>Allemagne</i>								
Entreprises, ménages et fonds de placement	908,09	30,3	26,5	29,8	32,5	45,0	43,7	36,0
Etranger	178,15	29,7	3,4	7,6	16,8	—0,9	0,8	7,1
Collectivités locales	70,95	7,9	5,2	1,6	3,7	1,9	0,3	2,9
Assurances sociales	327,76	20,2	9,6	15,5	10,1	10,7	16,4	13,0
Compagnies d'assurances et fonds de pension	231,51	15,6	7,3	9,4	7,3	8,8	10,4	9,2
Banques et institutions spécialisées de crédit	802,00	—3,7	48,0	36,1	29,6	34,5	28,4	31,8
Total	2 518,46	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>France</i>								
Entreprises, ménages	1 069,10	55,5	56,5	56,7	72,8	71,4	72,8	66,4
Etranger (2)	.	.	.	.	.	.	.	.
Etat et collectivités locales	6,71	0,6	0,5	—	0,4	0,5	0,5	0,4
Assurances sociales	98,89	9,2	9,6	8,2	5,7	5,4	1,9	6,0
Banques et institutions spécialisées de crédit	1,95	0,1	—	0,4	0,2	0,2	—	0,1
Caisse des dépôts et consignations, caisses d'épargne	68,60	—3,4	4,8	9,3	1,7	5,0	6,5	4,3
Sociétés d'investissement	365,43	38,0	28,6	25,4	9,7	17,5	18,3	22,8
Sociétés de développement régional								
Compagnies d'assurances					9,5			
Total	1 610,68	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Italie</i>								
Entreprises, ménages et étranger	728,93	.	63,5	26,8	31,3	19,8	39,5	35,0
Compagnies d'assurances	40,67	.	3,8	3,7	1,9	0,7	1,1	1,9
Assurances sociales	129,34	.	3,3	7,1	5,8	15,8	0,2	6,2
Caisse des dépôts et prêts et caisses d'épargne postale	238,72	.	1,8	10,3	30,6	19,5	0,1	1,1
Banques et institutions spécialisées de crédit	942,69	.	27,6	52,1	30,4	44,2	59,1	55,8
Total	2 080,35		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

TABLEAU n° 18 (suite)

	En mil- lions de \$	En %						Ø
		Ø	1960	1961	1962	1963	1964		1965
<i>Pays-Bas</i> ⁽³⁾								
Entreprises ménages, banques								
Institutions spécialisées de crédit, fonds de placement, étranger ⁽⁴⁾	148,91	33,0	43,1	63,1	36,4	113,8	.	54,0
Assurances sociales	17,23	5,8	8,7	10,2	3,3	4,5	.	6,3
Fonds de pension	39,67	21,1	20,5	6,4	19,7	-3,4	.	14,4
Assurance vie	0,36	6,5	1,1	-2,2	2,7	-12,5	.	0,1
Centres de virements postaux	7,89	2,9	3,6	1,4	3,3	2,4	.	2,9
Caisses d'épargne postale	10,29	4,0	2,9	9,4	3,3	0,1	.	3,7
Caisses d'épargne générales	37,58	16,9	17,7	17,1	14,5	-0,2	.	13,6
Caisses d'épargne construction	0,33	0,2	0,5	—	—	—	.	0,1
Caisses d'épargne agricoles	13,55	10,0	1,9	-5,4	16,8	-4,7	.	4,9
Total	275,81	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	.	100,0
<i>Belgique</i> ⁽⁵⁾								
Entreprises, ménages, fonds de placement, étranger	181,20	44,0	50,7	35,2	14,8	86,7	.	45,9
Collectivités locales	7,20	6,5	0,9	1,8	1,8	-0,6	.	1,8
Assurances sociales	0,80	0,7	-0,9	-2,2	-1,2	6,1	.	0,3
Fonds des rentes	5,60	8,6	1,3	3,3	3,6	-8,9	.	1,4
Caisses d'épargne et sociétés hypothécaires	33,20	12,2	5,3	12,3	24,4	-11,1	.	8,4
Compagnies d'assurances et fonds de pension	85,20	27,3	13,2	11,9	40,8	25,0	.	21,6
Banques et institutions spécialisées de crédit	81,20	0,7	29,5	37,7	15,8	2,8	.	20,6
Total	394,40	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	.	100,0

Sources : *Allemagne* : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank, avril 1966; *France* : comptes de la nation; *Italie* : rapports annuels de la Banca d'Italia; *Pays-Bas* : Maandstatistiek van het financieewezen, août 1965 et rapports annuels de la Nederlandsche Bank; *Belgique* : bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique, mai 1966.

(1) Sauf indications contraires, il s'agit d'acquisitions d'obligations ordinaires, hypothécaires et convertibles faisant l'objet d'émissions publiques et privées (et en Allemagne, en France et en Belgique de valeurs à moyen terme). Ces acquisitions portent sur des valeurs nationales et étrangères.

(2) On connaît seulement les acquisitions globales de valeurs mobilières effectuées en France par les non-résidents. Ce montant a été considéré dans les « comptes de la nation » comme achats d'actions.

(3) Uniquement les titres faisant l'objet d'émissions publiques.

(4) Le poste « ménages, entreprises, banques, institutions spécialisées de crédit, fonds de placement et étranger » a été calculé par différence entre le montant des émissions publiques sur le marché intérieur effectuées par des résidents et des non-résidents et le montant acquis par les investisseurs institutionnels (seuls chiffres publiés).

(5) Uniquement les valeurs émises par le secteur public.

TABLEAU n° 19

Rendements apparents et rendements réels à prix constants des valeurs à revenu fixe

(en %)

Pays	Rendement à prix courants				Taux annuel moyen d'augmentation du coût de la vie (période 1958-1965)	Rendement réel à prix constants			
	moyenne 1958		fin 1965			moyenne 1958		fin 1965	
	secteur public	secteur privé	secteur public	secteur privé		secteur public	secteur privé	secteur public	secteur privé
Allemagne	6,60	6,70	7,70	7,60	2,40	3,82	3,91	4,82	4,73
France	7,20	8,25	5,50	6,50	4,05	4,05	3,59	1,24	2,10
Italie	6,20	6,70	5,70	6,50	3,70	2,17	2,60	1,73	2,43
Pays-Bas	4,40	4,55	5,95	6,00	3,35	0,92	1,05	2,28	2,33
Belgique	6,45	5,30	5,65	5,95	2,00	4,11	3,05	3,37	3,65

Source: Banque européenne d'investissement.

TABLEAU

Emissions intérieures nettes de valeurs à

Pays	En millions de \$				
	1960	1961	1962	1963	1964
<i>Allemagne</i>					
Gouvernement central et Länder	139,96	290,93	158,72	412,45	433,22
Collectivités locales ⁽²⁾	232,02	464,20	463,20	639,75	751,50
Institutions financières ⁽³⁾	617,93	1 029,35	1 204,32	1 466,62	1 735,02
Entreprises publiques ⁽⁴⁾	145,31	190,75	402,27	410,75	334,50
Entreprises privées	- 89,62	25,12	147,90	85,80	83,52
Total	1 045,60	2 000,35	2 376,41	3 015,37	3 337,76
<i>France</i>					
Etat	- 226,86	166,09	506,38	1 124,16	698,80
Collectivités locales ⁽⁵⁾	- 14,18	30,38	16,20	30,38	34,43
Institutions financières ⁽⁶⁾	287,62	415,22	526,63	631,96	909,46
Entreprises publiques ⁽⁷⁾	190,40	220,78	253,19	350,41	368,64
Entreprises privées	328,13	354,47	279,52	267,37	168,12
Total	565,11	1 186,94	1 581,92	2 404,28	2 179,45
<i>Italie</i>					
Etat et collectivités locales	195,68	- 12,80	- 174,40	- 320,00	112,00
Institutions émettant pour le compte du Trésor ⁽⁸⁾	63,04	228,80	273,60	206,40	254,40
Autres institutions financières ⁽⁹⁾	720,00	893,28	1 213,44	1 292,00	1 175,20
Entreprises publiques ⁽¹⁰⁾	41,44	184,00	96,00	440,00	758,40
Entreprises privées	307,84	220,80	329,60	150,40	52,80
Total	1 328,00	1 514,08	1 738,24	1 768,80	2 352,80
<i>Pays-Bas</i>					
Etat	159,60	10,74	46,99	135,25	4,30
Collectivités locales ⁽¹¹⁾	178,68	48,62	55,80	110,50	79,28
Banques hypothécaires	30,26	19,34	36,46	39,78	82,32
Institutions spécialisées de crédit ⁽¹²⁾					
Entreprises privées et semi-publiques	41,58	14,92	83,98	- 4,97	38,12
Institutions à but non lucratif					
Total	410,12	93,62	223,23	280,56	204,02
<i>Belgique</i>					
Etat	298,00	120,00	270,00	102,00	158,00
Collectivités locales ⁽¹³⁾	84,00	78,00	128,00	62,00	104,00
Fonds autonomes ⁽¹⁴⁾	- 8,00	42,00	38,00	32,00	86,00
Institutions financières ⁽¹⁵⁾	156,00	196,00	170,00	104,00	44,00
Entreprises publiques ⁽¹⁶⁾	- 14,00	28,00	20,00	34,00	- 10,00
Entreprises privées	10,00	16,00	64,00	62,00	60,00
Total	526,00	480,00	690,00	396,00	442,00
<i>Luxembourg</i>					
Total	6,10	- 1,90	13,10	- 1,70	4,10
<i>CEE</i>					
Total	3 880,93	5 273,09	6 622,90	7 863,31	8 520,13

N.B. : On trouvera les sources et les notes se rapportant à ce tableau à la page suivante.

revenu fixe à moyen et à long terme (1)

1965	moyenne annuelle	En %							moyenne annuelle
		1960	1961	1962	1963	1964	1965		
539,69	329,17	13,4	14,5	6,7	13,7	13,9	17,6	13,3	
798,08	558,12	22,2	23,2	19,5	21,2	22,5	26,0	22,6	
1 478,15	1 255,23	59,1	51,5	50,7	48,6	52,0	48,2	50,7	
159,60	273,86	13,9	9,5	16,9	13,6	10,0	5,2	11,1	
90,80	57,25	— 8,6	1,3	6,2	2,9	2,6	3,0	2,3	
3 066,32	2 473,63	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
648,10	486,12	— 40,1	14,0	32,0	46,7	32,1	25,4	27,9	
68,88	27,68	— 2,6	2,5	1,0	1,3	1,6	2,7	1,7	
1 148,47	653,23	50,9	35,0	33,3	26,3	41,7	45,1	37,4	
526,63	318,34	33,7	18,6	16,0	14,6	16,9	20,7	18,2	
155,96	258,93	58,1	29,9	17,7	11,1	7,7	6,1	14,8	
2 548,10	1 744,30	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
257,60	9,68	14,7	— 0,9	— 10,0	— 18,1	4,8	7,9	+ 0,6	
801,60	304,64	4,7	15,1	15,7	11,6	10,8	24,6	15,3	
1 153,62	1 074,59	54,2	59,0	69,8	73,0	49,9	35,5	53,9	
888,00	401,31	3,1	12,2	5,5	24,9	32,2	27,3	20,1	
150,40	201,97	23,3	14,6	19,0	8,6	2,3	4,7	10,1	
3 251,22	1 992,19	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
60,33	69,53	38,9	11,5	21,0	48,2	2,1	13,1	25,0	
162,71	105,93	43,6	51,9	25,0	39,4	38,8	35,4	38,0	
54,14	43,72	7,4	20,6	16,3	14,2	40,3	11,8	15,7	
182,60	59,37	10,1	16,0	37,7	— 1,8	18,8	39,7	21,3	
459,78	278,55	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
330,00	213,00	56,6	25,0	39,1	25,8	35,7	44,1	38,9	
178,00	105,66	16,0	16,2	18,6	15,6	23,5	23,8	19,3	
14,00	34,00	— 1,5	8,7	5,5	8,1	19,5	1,9	6,2	
172,80	140,47	29,6	40,8	24,6	26,3	10,0	23,1	25,7	
— 14,00	7,33	— 2,7	5,8	2,9	8,6	— 2,3	— 1,9	1,4	
67,32	46,55	2,0	3,5	9,3	15,6	13,6	9,0	8,5	
748,12	547,01	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	
14,00	5,62	.	.	.	.	.	.	.
10 087,54	7 041,30	.	.	.	.	.	.	.

Sources et notes se rapportant au tableau n° 20

Sources : Allemagne : Monatsberichte des Deutschen Bundesbank; France : rapports annuels du Conseil national du crédit; Italie : rapports annuels de la Banca d'Italia et Bollettino della Banca d'Italia; Pays-Bas : rapports annuels de la Nederlandsche Bank; Belgique : bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique, rapports annuels de la commission bancaire, bulletin statistique de l'institut national de la statistique; Luxembourg : OSCE.

(1) Uniquement les émissions publiques effectuées par des résidents des pays membres sur leur propre marché y inclus les obligations émises par séries ou d'une façon continue, les obligations hypothécaires, les titres à moyen terme (bons de caisse et bons du Trésor) d'une durée supérieure à 1 an en Allemagne et en Belgique, 18 mois en Italie et à 2 ans dans les autres pays.

(2) Comprend les émissions directes des communes et les émissions « d'obligations communales », dont une partie sert également au financement de la construction.

(3) Bons de caisse et obligations hypothécaires.

(4) Postes et chemins de fer fédéraux.

(5) Non compris les obligations communales du Crédit foncier de France dont le montant net n'est pas disponible. La moyenne annuelle 1960-1965 pour les émissions brutes a été de 37,81 Mio de dollars.

(6) Crédit national, Crédit foncier et Caisse nationale de crédit agricole.

(7) Poste et télécommunications, Société nationale des chemins de fer français, Electricité et Gaz de France, Charbonnages de France, Caisse nationale des autoroutes.

(8) Emissions du Consorzio di credito per le opere pubbliche (CCOP) pour le financement des chemins de fer, du plan vert, de l'ANAS (secteur routier), etc.

(9) Institutions de droit public, banques populaires, banques de crédit ordinaire et monts de piété de première catégorie.

(10) IRI, ENEL et ENI.

(11) Provinces, communes et Banque des communes néerlandaises.

(12) On ne dispose que de la distinction entre les émissions brutes des institutions spécialisées de crédit, des entreprises privées et semi-publiques et des institutions à but non lucratif. Moyenne annuelle 1960-1965 en Mio de dollars :

Institutions spécialisées de crédit	8,14
Entreprises privées et semi-publiques	55,37
Institutions à but non lucratif	7,28
Divers	3,86

Total 74,65

(13) Provinces, communes et Crédit communal de Belgique.

(14) Fonds des routes.

(15) Société nationale de crédit à l'industrie, Caisse nationale de crédit professionnel, Institut national de crédit agricole, Office central de crédit hypothécaire, diverses sociétés de logement, sociétés hypothécaires privées, banques et caisses d'épargne.

(16) Société nationale des chemins de fer belges, Société nationale des chemins de fer vicinaux, Société nationale de distribution des eaux, SABENA, RTT, et diverses sociétés intercommunales.

TABLEAU n° 21

Emissions continues de valeurs à revenu fixe à moyen et à long terme

	En millions de \$	En % du total des émissions intérieures nettes						
		Ø 1960-1965	1960	1961	1962	1963	1964	1965
<i>Allemagne</i>								
Obligations hypothécaires (Pfandbriefe)	889,83	50,7	41,3	38,3	30,8	33,1	33,4	36,0
Obligations communales	548,96	21,5	23,3	18,6	21,5	22,0	25,1	22,2
Bons de caisse à moyen terme	164,30	12,9	3,5	4,5	2,8	11,6	6,5	6,6
Total	1 603,09	85,1	68,1	61,4	55,1	66,7	65,0	64,8
<i>France</i>								
Bons du Trésor de 3 à 5 ans	485,45	—	26,8	43,0	29,1	26,9	24,6	27,8
Bons à 5 ans de la Caisse nationale de crédit agricole	254,87	20,2	11,3	12,4	10,4	15,7	19,4	14,7
Total	740,32	20,2	38,1	55,4	39,5	42,6	44,0	42,5
<i>Italie</i>								
Obligations hypothécaires (Cartelle Fondiaria)	386,64	16,4	24,3	25,9	27,6	16,3	12,7	19,4
Bons de caisse à moyen terme des banques et des institutions de crédit de droit public	67,71	4,6	4,7	3,7	2,9	1,6	3,7	3,4
Total	454,35	21,0	29,0	29,6	30,5	17,9	16,4	22,8
<i>Pays-Bas</i>								
Obligations hypothécaires (Pandbrieven)	43,71	7,4	20,7	16,3	14,2	40,3	11,8	15,7
Bons du Trésor à 5 ans	— 0,06	0,6	— 67,0	32,3	— 11,4	— 24,4	15,1	—
Total	43,65	8,0	— 46,3	48,6	2,8	15,9	26,9	15,7
<i>Belgique</i>								
Obligations hypothécaires	20,10	3,4	4,6	4,9	2,0	3,6	3,3	3,8
Bons de caisse du crédit communal	89,00	19,0	19,6	17,2	13,2	19,9	11,0	16,2
Autres bons de caisse à moyen terme	120,71	21,3	26,2	33,3	25,2	12,7	13,4	22,1
Total	229,81	43,8	50,4	55,4	40,4	36,2	27,7	42,1

Sources : Voir tableau n° 20 sur les émissions intérieures nettes de valeurs à revenu fixe.

TABLEAU n° 22

Emissions de valeurs à revenu variable (1)

(en millions de \$)

Pays	1960	1961	1962	1963	1964	1965	Moyenne 1960-65
Allemagne	664,9	823,9	549,0	329,7	560,8	989,7	653,0
France	480,0	656,3	808,2	844,6	1 014,8	1 016,8	803,4
Italie	793,6	823,4	1 144,8	636,0	887,7	601,8	814,6
Pays-Bas	49,1	39,8	128,7	22,7	61,1	52,2	67,6
Belgique	125,3	120,3	165,0	130,9	221,3	128,7	148,6
Luxembourg	15,9	32,4	55,0	85,0	88,2	117,0	65,6
Total	2 128,8	2 496,1	2 850,7	2 048,9	2 833,9	2 906,2	2 552,8

Sources : Allemagne : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; France : rapport annuel du Conseil national du crédit; Italie : rapports annuels de la Banca d'Italia; Pays-Bas : rapports annuels de la Nederlandsche Bank; Belgique : bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique; Luxembourg : bulletin général de statistiques de l'Office statistique des Communautés européennes.

(1) Il s'agit des montants effectivement libérés lors des souscriptions d'actions; les émissions d'obligations convertibles ne sont pas comprises dans ces chiffres et font l'objet d'un tableau séparé.

TABLEAU n° 23

Capitalisation boursière des valeurs à revenu variable ⁽¹⁾

(en milliards de \$)

Pays	1960	1961	1962	1963	1964	1965	Moyenne
Allemagne	24,6	24,2	18,6	20,9	22,2	19,5	21,7
France	17,5	21,8	23,0	20,8	20,0	18,7	20,3
Italie	6,5	10,5	7,2	10,0	7,4	9,3	8,4
Pays-Bas	7,9	8,4	8,0	9,0	9,9	9,4	8,8
Belgique	.	.	4,2	4,7	4,9	4,2	4,5
CEE ⁽²⁾	56,5	64,9	61,0	65,4	54,4	61,1	63,7
Royaume-Uni ⁽³⁾	142,8	140,0	154,0	168,0	210,0	218,4	172,2
USA	307,0	387,8	345,8	411,3	474,3	537,5	410,6

Sources : *Allemagne* : Wirtschaft und Statistik; *France* : rapports annuels du Conseil national du crédit; *Italie* : Bancaria; *Pays-Bas* : Maandstatistiek van het Financiewezen; *Belgique* : commission de la Bourse de Bruxelles; *Royaume-Uni* : Statistics relating to Securities quoted on the London Stock Exchange (For the year ending 31st March 1966); *Etats-Unis* : Survey of Current Business.

(1) La capitalisation boursière est établie, compte tenu du nombre de titres cotés, sur la base du premier cours coté sur le marché du comptant, à la dernière séance boursière de l'année. Elle a été calculée seulement sur les valeurs nationales pour les pays de la CEE et sur l'ensemble des valeurs cotées pour le Royaume-Uni et les Etats-Unis. La capitalisation boursière porte sur les valeurs cotées dans les bourses suivantes : en Allemagne l'ensemble des bourses exceptée celle de Berlin, en France, la bourse de Paris, en Italie l'ensemble des bourses, aux Pays-Bas la bourse d'Amsterdam, en Belgique la bourse de Bruxelles et aux Etats-Unis la bourse de New York (NYSE).

(2) Luxembourg exclu, aucun chiffre n'étant disponible.

(3) Pour le Royaume-Uni, on ne dispose que des chiffres relatifs à la capitalisation boursière de l'ensemble des valeurs à revenu fixe et variable. En mars 1966, la capitalisation boursière des valeurs à revenu variable représentait environ 72 % de la capitalisation globale.

TABLEAU n° 24

*Montants des actifs des sociétés d'investissements et des fonds communs
de placement*

(en millions de \$)

Pays	1960	1961	1962	1963	1964
Allemagne	786,1	777,3	655,3	730,4	825,1
France	642,8	777,0	735,7	1 058,6	1 095,3
Pays-Bas ⁽¹⁾	427,7	524,0	529,5	679,2	813,8
Belgique	98,0	113,6	103,2	112,3	113,9
Luxembourg ⁽²⁾	65,3	95,0	100,5	131,1	121,9

Sources : *Allemagne* : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; *France* : annuaire de l'association des sociétés françaises d'investissement pour 1960, 1961, 1962, pour 1963 et 1964, renseignements directement communiqués par cette association; *Pays-Bas* : Maandstatistiek van het Financiewezen; l'actif net a été calculé à partir des bilans en déduisant du total de l'actif outre les trois postes de « dettes » (emprunts obligataires, créiteurs divers et dividendes à verser) le capital non versé; *Belgique* : rapports annuels de la commission bancaire; *Luxembourg* : 1960 à 1962 : Kredietbank, études financières, décembre 1964, 1963 et 1964 : Banque internationale à Luxembourg.

(¹) Concernent les 10 principaux fonds néerlandais.

(²) Pour le Luxembourg, les chiffres relatifs aux années 1960 à 1962 concernent 6 fonds, ceux pour les années 1963 et 1964 concernent 11 fonds.

TABLEAU n° 25

Emissions brutes d'obligations convertibles (1)

(en millions de \$)

Pays	1960	1961	1962	1963	1964	1965
Allemagne (2)	—	—	—	—	106,88	67,50
France	30,38	18,38	26,33	4,05	22,28	81,02
Italie	—	—	—	80,00	136,00	24,00
Pays-Bas	19,47	14,09	26,80	6,30	21,55	42,54
Belgique (2)	0,12	1,44	—	—	28,26	16,31
Total (3)	49,97	33,75	53,13	90,35	314,97	231,37

Sources : *Allemagne* : Das Börsenbild 1966 - Deutsche Bank; *France* : rapport annuel du Conseil national du crédit 1965; *Italie* : rapport annuel de la Banca d'Italia 1964; *Pays-Bas* : rapports annuels de la Nederlandsche Bank; *Belgique* : chiffres communiqués directement par la commission bancaire.

(1) Le montant des émissions nettes ne peut être calculé étant donné qu'il n'existe pas, dans la plupart des pays membres, de statistiques relatives aux montants convertis en actions, ni aux montants correspondants à l'amortissement normal des titres non convertis.

(2) Il s'agit seulement des émissions publiques (titres accessibles à tout placeur).

(3) Le Luxembourg exclu, aucun chiffre n'étant disponible.

Nombre de valeurs étrangères à revenu variable cotées sur neuf places internationales à la date du 31 décembre 1964

Bourses (1)	Pays d'émission													
	Communauté économique européenne							Autres pays						
	Alle- magne	Belgi- que	France	Italie	Luxem- bourg	Pays- Bas	total CEE	Royaum- me-Uni	USA	Afrique du Sud	Canada	Suisse	Divers	total autres pays
Amsterdam	15	6	4	3	2	—	30	11	195	3	24	2	27	262
Bruxelles	4	—	15	4	6	15	44	16	23	11	10	—	14	74
Francfort	—	1	6	6	—	4	17	1	4	1	—	—	4	10
Luxembourg	1	10	—	—	—	4	15	—	4	—	1	—	7	12
Paris	9	14	—	6	2	9	40	18	32	33	13	3	74(2)	173(2)
Londres	5	1	3	2	1	7	19	—	19	177	57	1	95	349
Montréal	—	—	2	—	—	—	2	12	3	—	—	—	—	15
New York (NYSE)	—	—	—	1	—	4	5	3	—	2	13	—	3	21
Zurich	14	2	3	1	2	3	25	4	28	5	3	—	5	45

Source : L'année boursière - publication annuelle de la compagnie française des agents de change.

(1) Il n'existe aucune action étrangère inscrite à la cote d'une bourse italienne.

(2) Y compris 32 valeurs de la zone franc.

TABLEAU n° 27

Placements des compagnies d'assurance vie

Placements	Alle- magne	France	Italie	Pays- Bas	Belgi- que	Royau- me-Uni	Etats- Unis
<i>I. Répartition des actifs à la fin 1964</i>							
A. Montants absolus des actifs en millions de dollars	6 394	2 792	1 351	3 518	1 292	22 212	149 470
B. En % du total							
— actions	4,5	14,9	—	3,0	6,0	22,5	5,3
— valeurs à revenu fixe	21,8 ⁽¹⁾	64,0	27,0	6,0	48,2	43,1	25,5
— prêts hypothécaires	24,8	3,3	3,0	27,3	28,3	17,3	36,9
— prêts sur polices	1,7	2,9	2,9	0,8	3,2		4,8
— autres créances et prêts	35,0	7,8	14,0	53,2	1,7		20,0
— avoirs en banques et autres placements	—	—	4,0	1,1	3,7 ⁽²⁾	} 6,7	4,5
— participations	0,7	—	6,3	—	—	—	—
— propriétés immobilières	11,5	9,1	42,8	8,5	8,9	10,4	3,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>II. Accroissement moyen annuel des actifs des compagnies d'assurance vie de la CEE par rapport à certains agrégats économiques ⁽³⁾</i>							
A. Montant absolu en dollars par habitant	12,3	4,7	2,5	21,6	10,7	.	.
B. En % de la formation intérieure brute de capital	2,9	1,4	1,2	7,4	3,7	.	.

Sources : Comité européen des assurances ; OSCE - bulletin général de statistiques ; *Allemagne* : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank ; *France* : statistiques et études financières, rapport du ministère de l'économie et des finances sur l'activité des sociétés d'assurances et de capitalisation ; *Italie* : rapport de la Banca d'Italia ; *Pays-Bas* : Maandstatistiek van het financieewezzen ; *Belgique* : Bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique.

(¹) Y compris les Ausgleichfonds.

(²) Valeurs étrangères.

(³) Moyenne des années 1960 à 1965 pour l'Allemagne ; 1960 à 1964 pour la France ; 1960 à 1964 pour l'Italie, 1960 à 1963 pour les Pays-Bas ; 1960 à 1964 pour la Belgique.

TABLEAU
Placements des caisses d'épargne

Placements	Allemagne		France		Italie		Pays-Bas (*)	
	1959	1964	1959	1964	1959	1964	1959	1964
	<i>en millions</i>							
Moyens liquides (1)	2 027,64	3 510,72	118,19	152,19	1 090,35	1 269,86	22,34	48,92
Bons du Trésor	24,76	0,15	901,15	1 915,23	2,10	214,84	41,79	50,39
Lettres de change	388,02 (2)	640,97 (2)	—	—	482,64	874,40	—	—
Titres	1 418,48	3 135,15	840,31	1 683,11	916,12	2 325,56	615,16	917,13
Prêts à moyen et à court terme (2)	1 368,76	2 756,67	50,43	421,81	602,85	1 508,17	7,34	20,22
Prêts aux collectivités publiques	936,50	2 077,10	3 123,84	6 434,33	407,34	920,33	396,45	586,40
Prêts hypothécaires	2 809,26	6 845,90	9,15 (2)	18,88 (2)	268,43	738,31	120,74	295,19
Autres prêts à long terme	639,19	1 461,10	484,04	518,41	11,37	31,27	187,79	545,19
Autres actifs	1 949,55 (4)	2 752,57 (4)	25,32	139,70	598,60	1 063,79	29,63	71,02
Total de l'actif	11 562,16	23 180,33	5 552,43	11 284,23	4 335,10	8 946,53	1 421,74	2 534,46
	<i>en % de</i>							
Moyens liquides (1)	17,6	15,1	2,1	1,3	25,2	14,2	1,6	1,9
Bons du Trésor	0,2	—	16,2	17,0	0,1	2,4	2,9	2,0
Lettres de change	3,4	2,7	—	—	11,1	9,8	—	—
Titres	12,2	13,5	15,1	14,9	22,2	26,0	43,3	36,2
Prêts à moyen et à court terme (2)	11,8	11,9	0,9	3,7	13,9	16,9	0,5	0,8
Prêts aux collectivités publiques	8,1	9,0	56,3	57,0	9,4	10,3	27,9	23,2
Prêts hypothécaires	24,3	29,5	0,2	0,3	6,2	8,3	8,5	11,6
Autres prêts à long terme	5,5	6,5	8,7	4,6	0,2	0,2	13,2	21,5
Autres actifs	16,9	11,8	0,5	1,2	11,7	11,9	2,1	2,8
Total de l'actif	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : L'épargne du monde : numéro spécial du congrès de mars-avril 1966 organisé par l'institut international des Caisses d'épargne.

(*) Caisses d'épargne locales, postales, d'Etat ou centrales.

(1) Caisse, banques et comptes chèques postaux (y compris les réserves minimales obligatoires).

(2) Aux entreprises ou particuliers.

(3) Y compris les chèques et effets à l'encaissement ainsi que les coupons d'intérêts et dividendes échus.

(4) Dont crédits indirects : 1959 = 685,43 Mio de \$, 1964 = 1 138,32 Mio de \$.

et de leurs institutions centrales (*)

Belgique		Luxembourg		CEE		Royaume-Uni (°)		Etats-Unis	
1959	1964	1959	1964	1959	1964	1959	1964	1959	1964
<i>de \$</i>									
6,35	37,14	8,44	33,34	3 273,31	5 052,74	46,20	70,28	829,1	1 003,7
86,00	—	—	1 056,10	2 263,61	—	—	—	—	—
—	73,25	33,15	39,01	903,81	1 627,63	—	—	—	—
754,13	843,39	44,43	44,17	4 633,63	8 948,51	2 740,36 (10)	3 791,76 (11)	12 433,8 (12)	11 280,9 (12)
137,45	69,95	10,83	13,83	2 178,16	4 790,65	—	—	361,2 (12)	739,9 (12)
35,91 (7)	31,29 (7)	24,87	68,49	4 924,91	10 117,94	734,16	1 464,96	—	—
695,52	1 043,40	61,74	89,78	3 964,84	9 031,46	—	—	24 783,1	40 328,5
26,58	296,61 (8)	—	—	1 348,97	2 852,58	—	—	—	—
24,00	141,66	3,70	2,86	2 540,80	4 171,00	35,84	66,08	553,3	885,9
1 765,94	2 619,69	187,16	291,48	24 824,53	48 856,72	3 556,56	5 393,08	38 961,1	54 257,8
<i>l'actif</i>									
0,4	1,4	4,5	11,4	13,2	10,4	1,3	1,3	2,1	1,9
4,9	3,2	—	—	4,2	4,6	—	—	—	—
—	2,8	17,7	13,4	3,6	3,3	—	—	—	—
42,7	32,2	23,7	15,2	18,7	18,3	77,0	70,3	31,0	29,8
7,8	2,7	5,8	4,7	8,8	9,8	—	—	0,9	1,4
1,9	1,2	13,3	23,5	12,8	20,8	20,6	27,2	—	—
39,4	39,3	33,0	30,8	15,0	18,5	—	—	63,6	74,4
1,5	11,3	—	—	5,4	5,8	—	—	—	—
1,4	5,4	2,0	1,0	10,3	8,5	1,1	1,2	1,4	1,5
100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(°) Uniquement caisses d'épargne d'Alsace - Lorraine.

(°) Les chiffres ont trait aux caisses d'épargne inscrites au registre des établissements financiers ainsi qu'à 6 caisses d'épargne communales, mais non pas aux services d'épargne des banques.

(7) Y compris emprunts provinciaux et communaux non compris sous les titres.

(8) Dont crédit industriel de 220 Mio de \$.

(9) 20-11-1959 et 20-11-1964.

(10) Transmis à la commission de la Dette publique : 1959 = 2 418,64 Mio de \$; 1964 = 2 808,68 Mio de \$.

(11) Dont en actions : 1959 = 813,5 Mio de \$, soit 2,1 % de l'actif ; 1964 = 1 258,6 Mio de \$, soit 2,3 % de l'actif.

(12) Tous autres prêts non assortis d'hypothèque.

Crédits à court terme	208,0	(¹)	20,3	47,5	85,2	51,7	33,8	49,3
Crédits à moyen terme	90,6	(¹)	47,7	31,5	-12,6	23,3	44,5	21,5
Crédits à long terme	75,4	(¹)	16,9	5,0	17,8	20,3	16,0	17,9
Valeurs mobilières	45,7	(¹)	15,1	16,0	9,6	4,7	5,7	11,3
Total	419,7		100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Belgique</i>								
Crédits à court et à moyen terme	410,7	69,7	60,5	-18,8	108,3	91,4	70,6	70,5
Actions	1,9	-0,3	-0,1	0,1	0,7	0,5	0,6	0,3
Valeurs à revenu fixe	169,2	30,6	39,6	118,7	-9,0	8,1	28,8	29,2
Total	582,3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources : *Allemagne* : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; *France* : rapport du Conseil national du crédit; *Italie* : rapport de la Banca d'Italia; *Pays-Bas* : Verslag van de Nederlandsche Bank N.V.; *Belgique* : bulletin d'information et de documentation de la Banque nationale de Belgique.

(¹) A l'exclusion de tous autres emplois de l'actif.

(²) Y compris les immobilisations.

(³) Y compris "Casse di risparmio", "Monti di prima categoria", et les "Istituti centrali di categoria" qui représentent un montant de 18% à 19% du total.

(⁴) Le solde des variations des divers postes pour 1960 étant négatif, les pourcentages ne seraient pas significatifs.

TABLEAU n° 30

*Emplois des institutions spécialisées (1)
sous forme de crédits et de valeurs mobilières (2) (3)*

Emploi des institutions	En millions de \$	En %					
	Ø 1960-64	1960	1961	1962	1963	1964	Ø 1960-64
<i>Allemagne</i>							
I Crédits							
Equipement collectif (4)							
— crédits à court terme	33	1,5	2,4	— 2,8	1,6	3,7	1,5
— crédits à moyen terme	3	0,2	1,3	0,4	—	— 0,9	0,1
— crédits à long terme	471	22,0	20,1	11,3	25,4	23,8	20,9
Economique (5)							
— crédits à court terme	7	— 13,7	2,3	3,9	1,1	1,9	0,2
— crédits à moyen terme	133	9,0	6,2	4,6	5,3	5,8	5,9
— crédits à long terme	1 079	52,5	45,6	54,5	44,6	45,5	47,8
Placements auprès d'autres institutions financières							
— crédits à court terme	51	1,2	1,5	1,7	1,7	4,3	2,3
— crédits à moyen terme	13	0,9	0,4	0,7	— 0,2	1,2	0,6
— crédits à long terme	391	24,6	17,6	21,9	17,0	10,6	17,4
II Titres							
Valeurs à revenu variable	—	0,2	—	—	—	—	—
Valeurs à revenu fixe	74	1,6	2,6	3,8	3,5	4,1	3,3
Total	2 255	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>France</i>							
I Crédits							
Equipement collectif (4)							
— crédits à moyen et à long terme	28	2,6	1,9	4,4	2,5	1,8	2,5
Industrie et commerce							
— crédits à court terme	26	—	1,6	1,7	3,2	3,0	2,3
— crédits à moyen terme	— 37	— 7,5	— 9,2	— 1,0	— 4,3	0,7	— 3,3
— crédits à long terme	206	15,4	17,0	20,5	20,4	17,4	18,3
Construction							
— crédits à moyen terme	52	0,9	4,9	4,0	3,1	7,3	4,6
— crédits à long terme	400	55,3	46,2	33,0	31,7	26,7	35,5
Agriculture							
— crédits à moyen terme	50	— 0,3	3,7	3,8	6,6	5,4	4,5
— crédits à long terme	393	32,2	33,2	33,0	36,2	36,9	34,9
II Titres							
Valeurs à revenu variable	8	1,4	0,7	0,6	0,6	0,8	0,7
Valeurs à revenu fixe							
Total	1 072	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

TABLEAU n° 30 (suite)

Emploi des institutions	En millions de \$	En %					
	Ø 1960-64	1960	1961	1962	1963	1964	Ø 1960-64
<i>Italie</i>							
I Crédits							
Equipement collectif (*)							
— crédits à court terme	6	2,0	2,7	— 2,5	— 0,9	2,2	0,4
— crédits à moyen terme	22	1,4	2,3	4,0	0,9	— 1,1	1,6
— crédits à long terme	339	36,2	23,0	25,0	19,8	18,2	23,5
Industrie							
— crédits à court terme	8	2,9	— 0,7	— 0,1	3,8	— 2,2	0,6
— crédits à moyen terme	58	3,5	2,9	2,8	4,7	6,0	4,0
— crédits à long terme	445	19,7	27,9	29,9	33,5	38,6	30,9
Construction							
— crédits à moyen et à long terme	417	23,4	29,6	28,7	32,7	28,2	28,9
Agriculture							
— crédits à court terme	70	2,3	5,1	9,0	2,0	4,4	4,9
— crédits à moyen et à long terme	50	5,7	3,4	2,4	3,5	3,4	3,5
II Titres							
Valeurs à revenu variable	7	0,9	1,0	0,4	—	0,5	0,5
Valeurs à revenu fixe	18	2,0	2,8	0,4	—	1,8	1,2
Total	1 441	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
<i>Belgique</i>							
I Crédits							
Equipement collectif (*)							
— crédits à court terme	11	0,7	8,0	8,4	— 2,3	3,5	3,7
— crédits à moyen terme	7	2,8	— 0,4	1,6	2,6	4,4	2,3
— crédits à long terme	113	37,7	37,1	34,8	42,6	41,5	38,9
Industrie et commerce							
— crédits à court terme	1	—	0,7	1,4	1,2	— 1,3	0,3
— crédits à moyen terme	5	0,8	5,0	— 0,7	3,6	0,6	1,8
— crédits à long terme	120	44,7	35,9	32,0	48,9	44,4	41,2
Agriculture							
— crédits à court terme	1	0,5	— 0,2	1,7	0,1	—	0,4
— crédits à long terme	12	1,9	3,1	6,3	4,8	4,5	4,5
Logement							
— crédits à court terme	9	3,0	3,5	3,7	1,9	2,7	3,0
— crédits à long terme	1	0,9	0,9	0,4	0,6	— 0,5	0,4
II Titres							
Valeurs à revenu variable	1	—	—	1,5	—	—	0,3
Valeurs à revenu fixe	6	6,2	6,3	7,9	— 4,1	— 3,4	2,2
Titres non ventilés	4	0,8	0,1	0,8	0,1	3,6	1,3
Total	291	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Sources et notes se rapportant au tableau n° 30

Sources : *Allemagne* : Monatsberichte der Deutschen Bundesbank; *France* : rapport du Conseil national du crédit; *Italie* : rapport de la Banca d'Italia et Bollettino della Banca d'Italia; *Belgique* : bulletin de la Banque d'information et de documentation nationale de Belgique et bilans des institutions considérées.

(¹) Il n'a pas été possible d'établir ces statistiques pour les Pays-Bas et le Luxembourg.

(²) Pour l'Allemagne, on a considéré les banques hypothécaires publiques et privées, les institutions de financement de ventes à tempérament et les autres institutions spécialisées de crédit. Pour la France : le Crédit national, le Crédit foncier de France, les Caisses de crédit agricole, la Caisse de consolidation et de mobilisation des crédits à moyen terme, les Caisses de crédit coopératif, la Banque française du commerce extérieur, les établissements financiers. Pour l'Italie, on a considéré les institutions spécialisées de crédit à l'industrie, aux travaux publics, à l'agriculture et à la construction. Pour la Belgique : la Société nationale de crédit à l'industrie, le Crédit communal, la Caisse nationale de crédit professionnel, l'Office central de crédit hypothécaire, l'Institut national de crédit agricole, la Société nationale de la petite propriété terrienne.

(³) A l'exclusion de tous autres emplois de l'actif.

(⁴) Sont considérés comme crédits en faveur de l'équipement collectif les prêts à l'Etat, aux provinces et aux collectivités locales dans tous les pays. En outre, sont compris : les crédits aux chemins de fer et aux postes, en Allemagne et en Italie, et dans ce dernier pays les crédits réalisés dans le cadre des opérations pour le compte de l'Etat en faveur de divers investissements d'utilité publique.

(⁵) Pour l'Allemagne, il n'a pas été possible d'effectuer la distinction entre les crédits accordés au commerce, à l'agriculture et au logement.

SERVICES DES PUBLICATIONS DES COMMUNAUTÉS EUROPÉENNES
8181 */1/I/1967/5

FF 20,— FB 200,— DM 16,— Lit. 2 500,— Fl. 14,50 £19.0 \$4.00
