

# La Lettre de l'OEE

N°5

Mars 2001

## Sommaire

<b>Editorial</b>	<b>2</b>
<b>Patrimoine et épargne des ménages en Europe</b> <i>André Babeau, OEE</i>	<b>4</b>
<b>Quelles limites à l'épargne contractuelle en France ?</b> <i>Jean-Luc Biacabe, CCIP</i>	<b>8</b>
<b>Une nouvelle loi sur l'épargne salariale en France</b> <i>Laure Delahousse, AFG-ASFFI</i>	<b>10</b>
<b>Is there a role for Capital Requirements in European Asset Management?</b>	<b>12</b>
<b>Eurostat publie des comptes financiers harmonisés</b> <i>Auguste Mpacko-Priso, OEE</i>	<b>15</b>
<b>Quelques remarques sur l'assurance-vie en Europe</b> <i>André Babeau, OEE</i>	<b>17</b>
<b>Events and Publications</b>	<b>20</b>

# Observatoire de l'Épargne Européenne

**Editorial**

**Jacques de Larosière**

Le patrimoine financier moyen d'un européen est de 50 000 euros environ, celui d'un américain de 100 000 euros, nous indique le professeur André Babeau, Président de notre Comité scientifique. Derrière cette moyenne se cachent d'ailleurs de fortes disparités entre pays européens, non seulement du montant des actifs financiers détenus, mais aussi de leur nature. Alors que dans des pays comme la France et l'Allemagne, les produits bancaires représentent encore le « bloc » le plus important, on sait que dans d'autres, tels les Pays-Bas et le Royaume-Uni, les droits à la retraite détenus à travers des fonds de pension sont prépondérants.

On discerne cependant une tendance commune à la plupart des pays européens: la croissance de l'épargne intermédiée à travers des fonds d'investissement ou à travers des contrat d'assurance-vie, même si la maturité de l'industrie de l'assurance-vie est plus grande dans le nord que dans le sud de l'Europe.

A travers l'épargne, c'est toute la trajectoire économique de nos concitoyens qui est en jeu. Les intermédiaires de ces deux industries jouent donc un rôle croissant dans la vie de nos sociétés. Il importe que les conditions d'exercice de leurs activités assurent à leurs clients la sécurité à des coûts aussi réduits que possible. L'étude réalisée pour le compte de l'EAMA (European Asset Management Association) apporte un éclairage intéressant sur le niveau de fonds propres qui leur est nécessaire et que l'on ne saurait calculer selon les méthodes en vigueur dans les banques.

A travers ces contributions, notre Observatoire s'efforce d'améliorer non seulement la connaissance de l'épargne elle-même, mais aussi de sa gestion. J'espère que les institutions européennes y trouveront aussi un intérêt. Tel m'a bien semblé être le cas à l'occasion de la visite que j'ai rendue le 23 janvier dernier, accompagné d'une délégation de l'Observatoire, aux Commissaires Pedro Solbes Mira et Fritz Bolkestein. J'espère que cette rencontre sera le prélude à une interaction renforcée entre les services de la Commission et les « observateurs de l'épargne », professionnels ou chercheurs.

**Patrimoine et épargne des ménages en Europe<sup>1</sup>**

**André Babeau**  
**Observatoire de l'Épargne Européenne**

**Le patrimoine financier des Américains est le double de celui des Européens**

Les statistiques disponibles ne permettent pas de faire des comparaisons complètes sur le patrimoine global des ménages. En effet peu de pays publient le montant des actifs financiers des ménages. En revanche, la comptabilité nationale, dans sa partie financière (c'est à dire dans les tableaux d'opérations financières ou TOF), permet de tenter certaines comparaisons – moyennant des précautions méthodologiques nous conduisant par exemple à ne pas tenir compte des actions non cotées dont la valorisation diffère fortement d'un pays à l'autre.

Nous avons pu nous appuyer sur les TOF en encours de 10 pays. Pour le Danemark, la Grèce, l'Irlande, le Luxembourg et le Portugal, nous avons dû nous livrer à des « estimations » dont nous assumons la pleine responsabilité.

**Tableau 1 - Poids relatif des différents pays dans le patrimoine financier de l'UE en 1999\***

		<b>En mds d'euros</b>	<b>En % du total du patrimoine</b>	<b>En % de la population**</b>
1	Royaume-Uni	4.850,0	27,1	15,6
2	Allemagne	3.450,7	19,3	22,0
3	France	2.692,0	15,0	15,7
4	Italie	2.568,7	14,3	15,4
5	Pays-Bas	1.166,2	6,5	4,1
6	Espagne	1.129,2	6,3	10,5
7	Belgique	710,5	4,0	2,7
8	Suède	303,3	1,7	2,4
9	Danemark	248,0	1,4	1,4
10	Autriche	243,7	1,4	2,2
11	Finlande	199,2	1,1	1,4
12	Irlande	106,1	0,6	1,0
13	Grèce	98,0	0,5	2,8
14	Portugal	89,8	0,5	2,7
15	Luxembourg	60,0	0,3	0,1
<b>Total</b>		<b>17 915,4</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source: CREP, d'après statistiques nationales: TOF des banques centrales

\* Pour le Danemark, l'Irlande, la Grèce, le Portugal et le Luxembourg, il s'agit d'estimations CREP.

\*\* Population totale: 380 millions..

<sup>1</sup> Cet article reproduit de larges extraits d'un article publié ce mois-ci dans la revue « Sociétal ».

Fin 1999, le patrimoine financier (brut d'endettement) des ménages résidant dans l'Union européenne s'élevait à quelque 18 000 milliards d'euros. Le patrimoine financier des ménages aux Etats-Unis était à la même date, selon le change à la parité des pouvoirs d'achat, de près de 31 000 milliards d'euros, soit un rapport de 1 à 1,7. Mais comme les Américains sont encore nettement moins nombreux que les Européens (283 millions contre 380 millions), l'écart entre les patrimoines financiers par tête était, quant à lui, de 1 à 2,3 (un peu plus de 47 000 euros en Europe contre près de 109 000 euros aux Etats-Unis). Cet écart est dû, notamment, au retard dans ce domaine de plusieurs pays européens (Grèce, Portugal en particulier) et, de façon plus générale, à la forte présence des fonds de pensions aux Etats-Unis, alors que ces fonds ne sont développés, on le sait, que dans quelques pays européens.

Les écarts de patrimoines par tête sont en effet fort importants au sein de l'Union Européenne: ils vont sans doute de 1 à 4 entre le Portugal et les Pays-Bas ou le Royaume-Uni qui paraissent être les deux pays où les ménages sont les plus riches du point de vue du patrimoine financier. Le tableau 2 où figurent également les poids des différents pays dans la population totale de l'Union permet de mesurer les écarts par rapport au patrimoine moyen des Européens. Ainsi, outre les Pays-Bas et le Royaume-Uni, la Belgique et le Luxembourg (mais en ce qui concerne ce dernier, les estimations sont très difficiles) ont des patrimoines par tête nettement supérieurs à la moyenne générale; la France se situerait un peu au-dessous de la moyenne et l'Allemagne, plus nettement au-dessous en raison de la réunification de 1990 qui a tiré les patrimoines vers le bas. L'Italie est aussi au-dessous de la moyenne générale, mais prendrait place entre la France et l'Allemagne.

### **La composition du patrimoine financier des ménages varie beaucoup d'un pays européen à l'autre**

En s'appuyant sur les structures de patrimoine financier à la fin de 1999, on fait apparaître (tableau 2 page suivante) trois groupes principaux de pays qui ne constituent d'ailleurs pas une partition rigoureuse.

Le premier groupe de pays est celui où les dépôts bancaires et assimilés représentent encore au moins un tiers du patrimoine des ménages; il s'agit, par ordre décroissant de la part de ces dépôts, de l'Autriche, de la France, de l'Allemagne et de l'Espagne. Ces patrimoines restent certes représentatifs de l'Europe continentale de naguère, mais la part des dépôts bancaires y est quand même à peu près partout en reflux. La place de la France dans ce groupe tient, pour beaucoup, à l'existence du plan d'épargne logement, produit réglementé qui a encore les faveurs des ménages.

Le deuxième groupe ne comprend que deux pays: les Pays-Bas et le Royaume-Uni; il s'agit de pays dans lesquels la part des dépôts bancaires est, au contraire, modeste (au plus un cinquième), mais qui se caractérisent par le fait que les créances des ménages sur les fonds de pension et les sociétés d'assurance y représentent plus de moitié des patrimoines financiers. Dans les deux cas, c'est évidemment le poids des fonds de pension (d'entreprise ou de groupe d'entreprises au Royaume-Uni, de secteur aux Pays-Bas) qui explique cette situation. La croissance de la part de ces créances

## Observatoire de l'Épargne Européenne

dans le total du patrimoine a commencé à se ralentir. Elle pourra se stabiliser, voire décroître, quand l'ensemble de ces fonds seront parvenus à maturité. De ce point de vue les années 2005-2010 seront intéressantes à suivre, avec le départ en retraite des générations nombreuses du Baby-Boom. Pour l'heure, il n'est pas douteux que c'est principalement la présence de ces créances qui explique la place de ces deux pays en tête de la hiérarchie européenne des patrimoines financiers.

**Tableau 2– Union Européenne: composition des patrimoines financiers à la fin de 1999**  
(classement de la gauche vers la droite par ordre décroissant de patrimoine financier par habitant)

	Pays-Bas	Royaume-Uni	Belgique	France	Italie	Allema-gne	Suède	Autriche (1998)	Espagne
<b>Monnaie et dépôts à vue</b>	5,1	} 20,7	4,9	11,0	13,1	} 36,3	} 22,3	8,0	9,4
<b>Autres dépôts dans les banques et organismes assimilés</b>	13,0		19,4	29,3	7,5			49,0	23,5
<b>Titres de taux à court, moyen et long terme</b>	2,4	1,8	24,0	2,2	16,9	10,7	5,6	6,7	2,0
<b>Actions détenues en direct</b>	} 22,1	17,7	25,5	10,2	31,9	13,1	25,3	5,0	35,7
<b>Sociétés de placements collectifs</b>		5,1	14,4	13,0	19,5	11,3	14,7	10,8	15,6
<b>Créances sur les sociétés d'assurance vie</b>	} 55,3	} 52,3	} 11,8	} 32,8	} 11,1	23,3	} 32,0	17,6	6,1
<b>Droits à la retraite capitalisés et épargne dans l'entreprise</b>						5,3		2,8	4,5
<b>Autres</b>	2,1	2,5	-	1,5	-	-	0,1	-	3,2
<b>Total</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

Source: CREP, d'après statistiques nationales

Le troisième groupe rassemble les pays dans lesquels la détention directe d'actions (pour l'essentiel, cotées) dépasse la quart du patrimoine financier des ménages ; toujours dans l'ordre décroissant de la part de l'actif considéré : Espagne, Italie, Belgique et Suède. L'Espagne apparaît donc une seconde fois dans notre typologie. Pour elle, pour l'Italie et même pour la Belgique, il s'agit d'une caractéristique récente du patrimoine financier des ménages. En Italie, le désendettement de l'Etat, rendu obligatoire par les critères du traité de Maastricht, s'est traduit par une très forte et rapide réduction de la part du patrimoine des ménages placée en titres publics ; les nombreuses opérations de privatisation ont conduit à une substitution, sur quelques années, d'actions aux emprunts publics. En Espagne, l'endettement public était moindre qu'en Italie: c'est plutôt les dépôts bancaires des ménages qui se sont dégonflés au profit de la détention directe d'actions issues des opérations de privatisation. En Belgique, c'est encore un autre scénario qui s'est déroulé: les Belges étaient détenteurs d'un gros patrimoine d'obligations (dont beaucoup du secteur public) : à partir de 1998, ce portefeuille a fait l'objet d'arbitrages importants en faveur des actions de sociétés cotées. Enfin, en Suède, cela fait déjà plusieurs années que la part des actions dans le patrimoine des ménages est voisine du quart. La surprise ici est sans doute de constater qu'au Royaume-Uni, où l'on pense en général que les actions sont largement diffusées, leur part restait inférieure à 18% du patrimoine financier des ménages ; en réalité, si l'on tient compte, en outre, de l'intermédiation

## Observatoire de l'Épargne Européenne

au travers des portefeuilles des sociétés d'assurance, des fonds de pension et des mutual funds, c'est à un pourcentage bien supérieur que l'on parvient, assez proche de 40% de l'ensemble du patrimoine (encore ne s'agit-il que des actions cotées des sociétés non financières britanniques). Dans les autres pays européens, les portefeuilles des compagnies d'assurance sont encore largement « obligataires » - même si une tendance à l'ouverture sur les actions se dessine depuis plusieurs années - et l'écart est bien moindre entre la détention directe d'actions et la détention « intermédiée ».

### **Malgré l'hétérogénéité des patrimoines financiers, certaines tendances peuvent être identifiées au niveau européen**

Malgré la très grande hétérogénéité de la composition des patrimoines financiers en Europe, des tendances sont apparues depuis plusieurs années, qui sont communes à un assez grand nombre de pays européens. La première de celle-ci est le développement des contrats d'assurance-vie dans les pays où ils étaient peu diffusés : Espagne, Portugal, Italie, Grèce...etc. Ce sont les interrogations sur l'avenir des régimes obligatoires de retraite qui expliquent, au moins en partie, ces tendances fortes.

Une autre tendance qui s'est dégagée très nettement au cours des dernières années est le développement des placements des ménages dans les organismes de placements collectifs à support actions: ce mouvement a évidemment suivi la baisse des taux d'intérêt et les bonnes performances des marchés boursiers de 1998 et 1999. Logiquement, il a souvent été accompagné par des sorties des sociétés de placements à supports obligataires, mais, en Italie, il a été à l'origine d'une très forte croissance de l'industrie de la gestion collective qui, par sa taille, est venue concurrencer la française.

**Quelles limites à l'épargne contractuelle en France ?**

**Jean-Luc Biacabe**  
**Centre d'Observation Economique de la CCIP<sup>1</sup>**

Tous les rapports réalisés au cours de l'année 2000 sur la nouvelle économie ont mis l'accent sur le rôle des nouvelles technologies dans l'augmentation du taux de croissance potentiel de l'économie américaine. Tous ont souligné à quel point l'effort d'investissement des entreprises et le poids de ces nouveaux secteurs producteurs dans l'économie sont des conditions nécessaires pour bénéficier de cet effet des NTIC.

En insistant sur le rôle de l'offre, on a, par la force des choses, négligé la demande, comme si la vieille Loi des débouchés de Say avait retrouvé une nouvelle jeunesse. A l'évidence cette brutale accélération du progrès technique a incontestablement un rôle moteur dans la performance américaine. Pour autant, il ne faudrait pas négliger l'influence de facteurs traditionnels: ainsi de la consommation des ménages. Jamais le PIB américain n'aurait cru de plus de 5% si la consommation n'avait progressé de 2%. De fait, les dépenses des ménages américains devraient augmenter de 5% cette année, contribuant fortement à l'augmentation de la production.

Pourquoi ces remarques, somme toutes assez partagées? Tout simplement, parce que les perspectives de croissance plutôt décevantes cette année pour la France sont largement imputables à une consommation « moyenne ». Tout au plus celle-ci devrait-elle augmenter de 2,5%, imposant un plafond de croissance au PIB à moins de 3,5%.

Pour comprendre ce résultat, on peut se plonger dans le détail des comptes de revenus des ménages et chercher pourquoi le dynamisme de l'emploi ne se traduit pas par un surcroît de dépenses. Cela est largement débattu et renvoie aux problèmes des 35 heures, au partage de la valeur ajoutée, au choc pétrolier etc. Une autre façon de considérer les choses consiste à étudier le comportement d'épargne des ménages. On observe alors que malgré un optimisme record jusqu'à la rentrée, des plus values boursières conséquentes, une inflation encore modérée malgré le choc pétrolier, les ménages français devraient cette année maintenir, voire accroître, leur effort d'épargne. Mieux (ou pire selon les points de vue), ce comportement est conforme à ce que l'on observe depuis une décennie. Et c'est là qu'une comparaison avec la situation américaine devient éclairante. Alors que sur la dernière décennie, le taux d'épargne américain a baissé de 9 points, passant de 9% en 1992 à près de 0 cette année, le taux d'épargne français est resté remarquablement stable entre 14 et 16% des revenus.

Cette différence de comportement est bien connue. Elle tient à des différences dans les fonctions de consommation entre les deux rives de l'Atlantique, avec un rôle des effets de richesse très

---

<sup>1</sup> La Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris est membre fondateur de l'OEE.



importants d'un côté, minime de l'autre. On a souvent avancé que la forte concentration des patrimoines en France pouvait expliquer cette situation. A cette explication sûrement pertinente, il semble qu'il faille en ajouter une autre qui a trait aux spécificités des produits d'épargne français. Pour inciter les épargnants français à bloquer leur capital sur de longues périodes, les pouvoirs publics ont multiplié, depuis 20 ans, les produits avec des fiscalités spécifiques. Depuis les SICAV Monory jusqu'au nouveau PPEVS, la liste est longue de ces plans ou de ces contrats bénéficiant de carottes fiscales avantageuses.

Le résultat est qu'aujourd'hui une proportion importante du patrimoine des français investi en valeurs mobilières l'est dans des produits dont on ne peut sortir à moins d'en supporter un coût élevé en termes de pénalités fiscales. Les revenus (et les plus-values) générés par cette épargne sont donc bloqués et non mobilisables. Très grossièrement, on peut estimer, par exemple, que les 4.000 milliards de francs investis en assurance-vie produisent, sur la base d'un rendement de 6%, 240 milliards de revenus annuels qui sont quasiment intégralement épargnés. Ajoutons à cela, les dividendes recueillis au sein des PEA, les intérêts capitalisés dans les PEL etc., et on peut alors estimer que plus de 300 milliards de francs de revenus du capital sont épargnés à près de 100%.

Ce chiffre peut alors être rapproché du montant de l'épargne des ménages que les comptes nationaux estiment à 899 milliards de francs en 1999. Sans doute faut-il se garder de considérer qu'un tiers de l'épargne des ménages viendrait de revenus capitalisés. L'épargne des comptes nationaux est un solde entre un revenu et une consommation; elle est donc affectée comptablement par les comportements d'emprunts ou de remboursements de crédits des ménages. On peut au moins reconnaître que la réglementation entourant les produits d'épargne en France contribue, toutes choses égales par ailleurs, à augmenter le taux d'épargne des ménages. Tant que les sommes investies restent limitées, cet effet reste minime. Quand les capitaux investis tendent à représenter 50% du PIB (ce qui est le cas pour l'assurance-vie et les PEA), l'effet peut devenir majeur.

Ajoutons que ce qui vient d'être dit pour les revenus peut être décliné aussi pour les plus-values. Le fait que celles-ci soient confinées dans des produits d'épargne illiquides implique que les ménages français, si tant est qu'ils en aient l'envie ou que cela soit souhaitable, ne peuvent s'endetter comme le font les ménages américains en apportant comme garantie leurs portefeuilles de titres. Le lien entre plus-values boursières et consommation (et donc activité) est ainsi largement entamé.

Au total, il est important de souligner les conséquences des choix politiques faits depuis deux décennies pour encourager les Français à orienter leurs placements vers des produits longs. Si cette politique peut se justifier dans la perspective du financement des futures retraites individuelles, il ne faut pas oublier les éventuelles retombées sur l'activité. Il n'est pas contestable que les caractéristiques réglementaires de l'épargne française empêchent le développement de la mécanique à l'œuvre aujourd'hui aux Etats-Unis où les plus-values boursières engendrées par les attentes de profits liés aux NTIC stimulent la consommation et donc l'activité. Cette composante essentielle de la nouvelle économie est absente en France.

## Observatoire de l'Épargne Européenne

On pourra objecter que cette mécanique américaine est porteuse de graves déséquilibres et qu'une correction boursière importante pourrait provoquer une prochaine récession. De ce point de vue, l'importance de l'épargne contractuelle française jouerait le rôle de parachute en cas de crise boursière. Mais, à l'inverse la fiscalité de nos produits d'épargne crée aujourd'hui un hiatus croissant entre l'évolution de la richesse et celle des revenus français, hiatus qui n'est pas sans aussi poser des problèmes.

Au moment où la France continue de s'engager sur la voie du développement de nouveaux produits d'épargne à long terme, ce constat doit être gardé à l'esprit. Faut-il créer de nouveaux plans d'épargne avec de nouveaux avantages fiscaux sans toucher à ce qui existe? Ne doit-on pas au contraire réfléchir à une refonte (et sans doute une simplification) de la gamme de produits d'épargne contractuelle à fiscalité avantageuse? Faute de quoi, les revenus financiers, de plus en plus importants dans les années à venir, resteront prisonniers d'enveloppes fiscales, nous privant d'un des moteurs de la nouvelle économie.

Paris, le 8 novembre 2000

## Une nouvelle loi sur l'épargne salariale en France

**Laure Delahousse**  
**AFG-ASFFI**

Annoncée par le rapport Balligand-Foucauld de janvier 2000, la nouvelle loi sur l'épargne salariale a été approuvée par le Ministre de l'Economie, des Finances et de l'Industrie le 19 février dernier<sup>1</sup>

Elle vise essentiellement quatre grands objectifs: renforcer et conforter l'épargne salariale existante, faciliter l'accès des salariés des PME à l'épargne salariale qui, jusqu'à présent les a peu atteints, allonger la durée de l'épargne, renforcer l'actionnariat et le pouvoir des salariés.

### **La diffusion de l'épargne salariale dans les PME**

Pour faciliter la mise en place de l'épargne salariale dans les PME, dont le rapport Balligand-Foucauld avait souligné le faible taux de bénéficiaires, la loi crée les Plans d'Épargne Interentreprises (PEI) . Mis en place par négociation collective au niveau d'une branche professionnelle, d'un bassin d'emploi ou simplement par des entreprises qui souhaitent se regrouper, les PEI permettront de mutualiser certains coûts et surtout faciliteront la mise en place de l'épargne salariale en proposant un système « clefs en main » aux entreprises qui y adhéreront. Un salarié pourra même adhérer « en direct » à un PEI, sans adhésion volontaire de son employeur.

D'autres mesures devraient renforcer la diffusion de l'épargne salariale au plus grand nombre, notamment des incitations fiscales complémentaires et surtout l'ouverture des plans d'épargne aux mandataires sociaux d'entreprises employant moins de 100 salariés.

### **La création d'un outil d'épargne salariale à long terme : le Plan Partenarial d'Épargne Salariale Volontaire**

L'autre mesure phare de la nouvelle loi est la création du PPESV. Les débats parlementaires ont montré la volonté du gouvernement et du rapporteur de ne pas assimiler le PPESV à un outil de retraite. Le PPESV est « un outil d'épargne diversifié permettant aux salariés de se constituer une épargne de précaution ou de réaliser des projets variés... ». Parmi ces projets figurent bien sûr la préparation d'un complément de retraite mais aussi par exemple le financement d'un bien immobilier ou le soutien d'un membre de la famille.

---

<sup>1</sup> Le texte de loi sur l'épargne salariale est paru dans le Journal Officiel du 20 février 2001. Il est accessible sur internet (sous <http://www.legifrance.gouv.fr/>, ou, directement, sous <http://tif.journal-officiel.gouv.fr/2001/02774ALL.tif> sous forme de fichier image).

Mis en place par accord, le PPESV peut prendre l'une des deux formes suivantes :

- à terme fixe de 10 ans minimum à compter du premier versement;
- plan glissant dans lequel chaque versement est bloqué jusqu'au terme de 10 ans.

Pour inciter à la mise en place de ces nouveaux plans, les avantages sont renforcés par rapport à ceux du PEE. Le plafond annuel d'abondement est notamment porté à 30.000 francs (mais une taxe de 8,2% est instituée au delà de 15.000 francs).

Les PPESV devront offrir la possibilité aux salariés d'investir dans des entreprises solidaires, agréées par le ministre de l'économie et des finances et par le ministre de l'économie solidaire. Elles se caractérisent soit par le rôle d'insertion qu'elles jouent sur le marché du travail, soit par l'emploi de personnes handicapées, soit par une forme juridique particulière (associations, coopératives, mutuelles, institutions de prévoyance ou sociétés dont les dirigeants sont élus et ont une rémunération plafonnée).

### **Renforcement des droits des salariés dans l'entreprise et de l'actionnariat salarié**

La nouvelle loi renforce le rôle de la négociation entre les partenaires sociaux pour la mise en place et le suivi des dispositifs d'épargne salariale. Tout accord de branche doit prévoir les modalités de mise en œuvre de l'épargne salariale dans les entreprises qu'elle couvre. Dans les entreprises où sont constituées une ou plusieurs sections syndicales d'organisations représentatives, l'employeur est tenu d'engager chaque année une négociation sur l'épargne salariale si aucun dispositif n'existe encore dans l'entreprise.

Par ailleurs, les entreprises sont incitées à mettre en place ou à développer leur actionnariat salarié pour d'une part permettre aux salariés de bénéficier de l'accroissement de la valeur de leur entreprise et d'autre part réorienter l'épargne vers l'appareil productif. Ainsi, par exemple, l'assemblée générale devra périodiquement s'interroger sur l'opportunité de décider d'une augmentation de capital réservée aux salariés de l'entreprise.

En conclusion, cette nouvelle loi ouvre très largement la gamme des dispositifs d'épargne salariale et des formules de placement que les entreprises peuvent proposer à leurs salariés : plans à plus ou moins long terme, plans propres à l'entreprise ou communs à une branche d'activité, actionnariat ou investissement diversifié ou même solidaire... Les salariés pourront ainsi mieux construire leurs projets d'avenir et pour beaucoup d'entre eux, tout simplement accéder à l'épargne salariale.

## **Is there a role for Capital Requirements in European Asset Management?**

The following quotes and summarises a report<sup>1</sup> of OXERA<sup>2</sup> (Oxford Economic Research Associated Limited) presented in Paris on January, 29th 2001. The research was conducted on behalf of the European Asset Management Association (EAMA) by Professors Franks of the London Business School and Mayer of Oxford University. The latter were also authors of a 1989 report on British asset management industry's regulation, for the IMRO supervisory body. The report was based on a questionnaire to asset management companies in France, Germany, Ireland, Italy, the Netherlands, Spain and the UK as well as on in-depth interviews with regulators and 40 representatives of asset management companies. Aim of the report was to analyse the risks weighing on asset management companies and to measure the extent to which additional capital requirements would improve investors' protection. This report appears valuable not only because of the large number of countries covered, but also because it provides regulators and, more generally speaking, public authorities with new elements of reflection.

### **A major industry exposed to its own business risks has developed multiple responses to various situations...**

Managing 33 trillion euros of assets in 1999, asset management has become a major industry. Primarily associated with the 'stock market' economies of the UK and USA., asset management used to be less significant in continental Europe, the Far East and other 'bank-dependent' countries, where saving happens primarily through deposits and debt instruments, and pensions are financed through pay-as-you go schemes. The authors show however that substantial growth in assets under management has also been recorded in Europe, and most spectacular growth occurred recently in continental Europe. The new situation presents opportunities as well as challenges. New financial instruments and institutions have emerged in countries that relied traditionally on debt and non-market forms of intermediation. Competition intensified and the industry's growth was underpinned by increasing international openness. Potential difficulties appeared however as investors were offered a wider range of products and services, with more complex instruments and transactions.

The different sets of rules applying to asset management in Europe reflect traditional differences in European financial systems. Considering the French, German, British and American cases, "There are expenditure-based capital requirements in all three European countries. The broad rule is 25 % of annual expenditures for these countries, but adjustments to take into account exposure to position risk, foreign-exchange risks, and separation of clients' monies, etc. are also present. Furthermore, France, Germany and the UK have initial capital requirements. In the USA, by

---

<sup>1</sup> The full report may be downloaded from [www.afg-asffi.com](http://www.afg-asffi.com), the website of the French asset managers' association. AFG-ASFFI is both a founding member of EAMA (who ordered the report) and of the OEE.

<sup>2</sup> Entitled "Risks and Regulation in European Asset Management: Is there a role for Capital Requirements?"

contrast, no capital requirements are made at the federal level, even though some may appear at the state level.” (p. 8)

**Capital requirements imposed on asset managers by regulators**

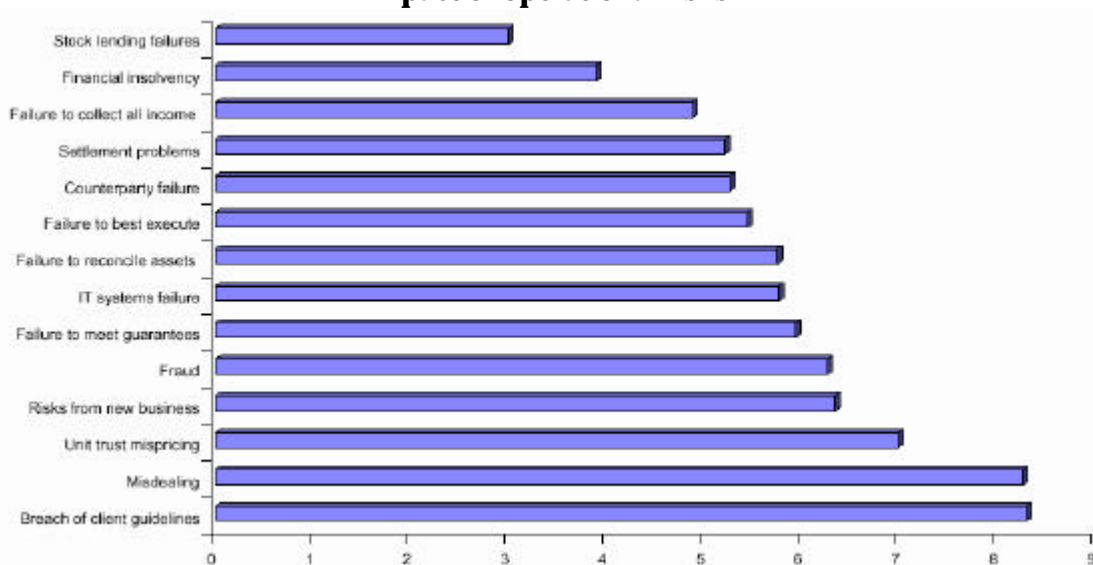
	Initial capital	Liquid capital requirement					
		Expenditure-based	Position risk	Settlement/delivery/counterparty/underwriting	Large-exposure <sup>1</sup>	Foreign-exchange <sup>2</sup>	Other assets <sup>3</sup>
France	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗
Germany	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Ireland	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Italy	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗
Netherlands	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
Spain	✓	✓	✗	✗	✗	✗	✗
UK	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
USA	✗	✗	✗	✗	✗	✗	✗

1 Large-exposure risk arises as a result of exposure to a counterparty. 2 Foreign-exchange risk. 3 Foreign-exchange risk. **Source Oxera**

**... but focusing on fund requirements is inappropriate**

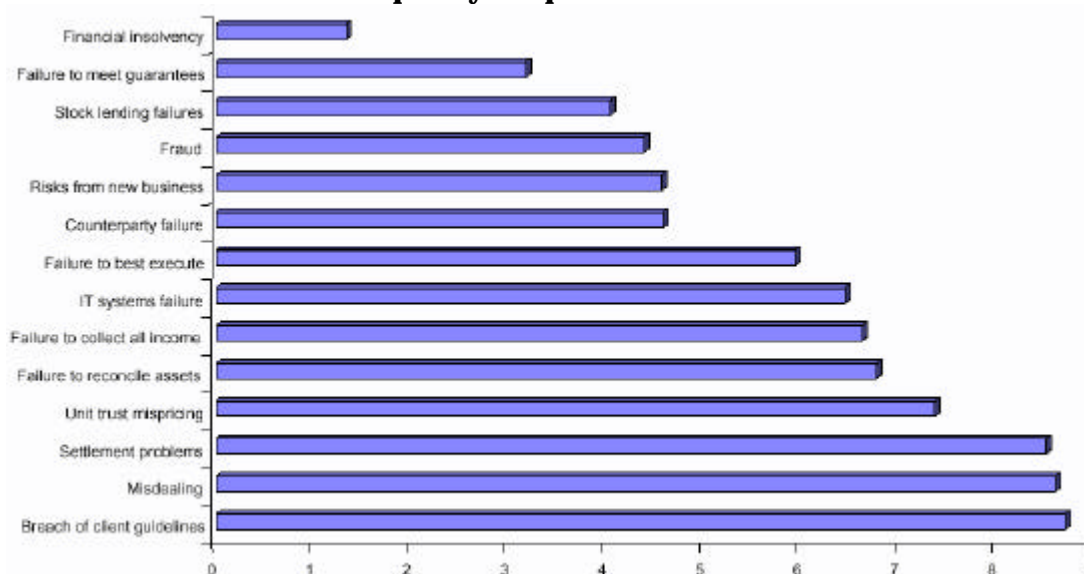
After detailing national specificities, the authors relate the impact (see chart below) of operational risks to their frequency (see chart next page) and simulate the impact of losses. Their conclusion is that “Firms hold capital far in excess of the amount of the loss. Therefore, the [simulated] loss of € 100m represents only 16% of actual capital. Current regulatory capital requirements would have been sufficient to cover losses of the magnitude (...)”. (p. 84)

**Impact of operational risks\***



\* Average ranking of each of the risks in terms of the potential financial impact these operational failures may have on the asset manager. A ranking of 8.4 was assigned to the operational risk with the largest potential financial loss —ie, breach of client guidelines. **Source OXERA**

### Frequency of operational risks \*



\*The above figure ranks operational risks according to the frequency of occurrence. **Source OXERA**

However, the recent past's events "(...) show that much larger losses can occur than those reported [above] (...), which described losses reported in the questionnaire from operational risks. They also raise questions about the nature of the contract between the asset manager (...) and the trustee and custodian." Thus, it appears that "capital requirements cannot provide adequate investor protection. Setting capital requirements at several hundred millions of euros for many asset management firms would seriously limit competition within Europe and make the industry uncompetitive with the USA." (p. 100-101). Fundamentally, capital requirements do not take account of the fact that the risks born by the asset management industry are essentially different from those carried by banks or insurance companies, where the latter show investors investments in their balance sheets, which investment companies do not. If "information asymmetries and fraud are the two main 'market failures' that afflict asset managers, then raising capital requirements is a very poor solution" (p. 11) as it limits competition among asset managers. These risks should thus be dealt with with other types of rules (custody, information disclosure, enforcement, auditing, compensation schemes, insurance, and conduct-of-business rules).

### Conclusion

Thus the conclusions are clear: high levels of mandatory capital requirements would not contribute to raise investors protection. Quite the opposite, they could lower it by giving investors the wrong feeling of being protected and thus lead to an underestimation of the need of reforming and developing regulation systems. In spite of strong differences across countries, internal control ("compliance officers"), external control, separation of assets (the role of custodians) as well as that of public authorities should form the main basis for ensuring investors protection. Hence, the European asset management industry has expressed concern that decisions might be taken that could weigh on the upcoming development of European asset management, should capital requirements applying to European asset management companies translate into costs that American competitors do not have to put up with.

**Eurostat publie des comptes financiers harmonisés**

**Auguste Mpacko-Priso**  
**Observatoire de l'Épargne Européenne**

Les statistiques de la base de données NewCronos d'Eurostat incluent depuis le mois de février 2001 des comptes financiers conformes à la dernière version du système européen de comptabilité (SEC 95) pour onze pays de l'Union Européenne. Les statistiques publiées par Eurostat proviennent des sources nationales autorisées, aucun retraitement n'étant effectué par l'organisme européen. Cette note a pour but d'apporter quelques précisions sur le contenu de cette partie de la base de données à laquelle le site de l'OEE propose un accès en ligne<sup>1</sup>.

Signalons au préalable que l'harmonisation selon le SEC 95 reste parfois imparfaite, dans la mesure où les organismes contributeurs conservent une marge d'interprétation des règles de comptabilisation. L'évaluation des actions non cotées révèle par exemple -l'OEE l'avait souligné<sup>2</sup>- des pratiques nationales encore très hétérogènes. Les comptes financiers n'en restent pas moins une source d'information précieuse, la plupart des pays ayant fourni à Eurostat des comptes financiers en flux et en encours, consolidés et non consolidés, en monnaie nationale et en euro. Les pays n'ayant pas encore contribué -la Grèce, l'Irlande, le Luxembourg, le Portugal et la Suède- font l'objet de dérogations au calendrier de contribution à Eurostat.

**Tableau 1 –Le contenu des comptes financiers européens**

<b>Pays</b>	<b>Période</b>	<b>Consolidés (C)/ Non-consolidés (NC)</b>	<b>Euro (€)/Monnaie nationale* (MN)</b>
<b>Autriche</b>	1996-99	C/NC	€/MN
<b>Belgique</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>Allemagne</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>Danemark</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>Espagne</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>Finlande</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>France</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>Italie</b>	1997-99	NC	€
<b>Pays-Bas</b>	1995-99	C/NC	€/MN
<b>Norvège</b>	1995-99	C/NC	MN
<b>Royaume-Uni</b>	1995-99	NC	€/MN

\* Norvège exceptée, seuls des comptes consolidés ont été publiés en monnaie nationale.

Le nombre de sous-secteurs renseignés et le détail des opérations varient selon les pays, certains (Royaume-uni et France) proposant une sous-sectorisation fine d'autres, tels que l'Autriche, se limitant aux contraintes minimales qui leur étaient imposées. De façon générale, les pays où la sectorisation est la plus fine tendent à offrir le détail des opérations le plus grand. En ce qui

<sup>1</sup> Pour les membres de l'OEE, sur [www.oee.fr](http://www.oee.fr).

<sup>2</sup> Cf. Lettre de l'OEE n°2, mars 2000



## Observatoire de l'Épargne Européenne

concerne le secteur des ménages, on note en particulier que les comptes finlandais ne renseignent du côté des dettes que le crédit des ménages -avec une subdivision en trois sous-catégories: crédit hypothécaire, crédit à la consommation et prêts étudiants sans offrir d'information sur les créances. Les comptes grecs, pour leur part, ne renseignent pas du tout le secteur des ménages.

Tous les pays contributeurs, Italie et Royaume-Uni exceptés, ont fourni des comptes consolidés ainsi que non consolidés. Selon le SEC 95, « la consolidation consiste, en cas de regroupement d'unités, à annuler, tant en emplois qu'en ressources, d'une part, les opérations entre unités et, d'autre part, les actifs et passifs réciproques ». Concrètement, un organisme de sécurité sociale qui achète des obligations des administrations centrales accroît la dette de l'Etat des comptes non consolidés. Dans un secteur « administrations publiques » consolidé, on annule donc l'opération de prêt entre ces deux sous-secteurs.

Italie et Autriche exceptées, les comptes financiers couvrent la période 1995-99 et la rétropolation prévue sur les années précédentes n'est pas rendue obligatoire par un calendrier européen.

Au total, les comptes financiers publiés par Eurostat améliorent et facilitent donc considérablement la base des comparaisons internationales non seulement entre pays européens mais aussi entre ces pays et ceux qui produisent des comptes selon le SCN 1993, le système de comptabilité nationale des Nations Unies. Ainsi, l'OEE a d'ores et déjà pu conduire sur cette base une étude sur le rôle de l'intermédiation financière dans l'affectation de l'épargne des ménages sur les marchés de capitaux<sup>1</sup>. Plus récemment, la Banque Centrale Européenne (BCE) a proposé (dans son bulletin mensuel de février 2001) une comparaison des opérations de financement externe effectuées en 1999 par les sociétés non financières en Europe (zone euro), aux Etats-Unis et au Japon. Notons cependant ici à nouveau les limites de la comparaison qui ne permettent d'isoler spécifiquement le poste « actions cotées » qu'au sein de la zone euro.

Notons enfin, par ailleurs, que la BCE prévoit la publication au mois de mai 2001 de Tableaux de Financement et d'Investissement (TFI) trimestriels (dans la section 6 des annexes statistiques du bulletin mensuel) qui présenteront une sectorisation simplifiée des flux et des encours financiers pour l'ensemble de la zone euro. Ces tableaux feront la synthèse de données de balance des paiements, de statistiques monétaires et d'informations ponctuelles fournies à la demande de la BCE par les organismes statistiques des pays de la zone euro. De ce fait, les contributions nationales aux données agrégées ne seront donc pas disponibles dans un premier temps.

---

<sup>1</sup> « La destination finale de l'épargne des ménages européens », OEE ([http://www.oee.fr/pdf/oee\\_pdf/rf\\_1.pdf](http://www.oee.fr/pdf/oee_pdf/rf_1.pdf))

**Quelques remarques sur l'assurance-vie en Europe**

**André Babeau**  
**Observatoire de l'Épargne Européenne**

Dans un pays donné, le chiffre d'affaires de l'assurance-vie et la variation de provisions de cette même assurance entre l'ouverture et la clôture de l'exercice correspondent à deux notions très importantes, mais tout à fait différentes l'une de l'autre: alors que le chiffre d'affaires est un indicateur d'activité du secteur, les variations de provisions ont, par nature, une signification plus patrimoniale: elles correspondent à la variation des créances des particuliers sur les sociétés d'assurance-vie et, à ce titre, s'ajoutent aux placements financiers nets réalisés par les particuliers au cours de l'année considérée.

Quoique très différentes, il arrive que ces deux notions fassent l'objet de confusions. Pour bien repérer ce qui les distingue, le plus efficace est de retracer le cheminement qui permet de passer de l'une à l'autre notion. C'est au travers du compte technique de l'assurance-vie que ce passage s'opère, d'une façon d'ailleurs assez simple puisqu'on a, en effet, globalement :

$$\begin{aligned} \text{Variation de provisions} = & \\ & \text{Primes collectées} \\ & - \text{Prestations} - \text{Frais d'acquisition et autres charges de gestion} \\ & + \text{Produits crédités} + \text{Revalorisations} \end{aligned}$$

Naturellement, il serait plus satisfaisant de distinguer, dans cette relation, d'une part, les contrats en monnaie nationale qui sont rémunérés en ajoutant au taux d'intérêt technique la participation au bénéfice, d'autre part, les contrats en unités de compte qui, sauf exception n'ont pas de « produits crédités », mais dont les parts sont réévaluées en fonction de l'évolution des placements sur les marchés (les plus comme les moins-values sont directement créditées aux clients). Dans le cas où cette distinction est faite, on peut calculer, pour un pays et une année donnés, en ce qui concerne les contrats en monnaie nationale, un taux de rendement moyen de ces contrats (produits crédités/montant des provisions à l'ouverture pour ce type de contrats), en ce qui concerne les contrats en UC, un taux moyen de revalorisation de ces contrats (revalorisations/montant des provisions à l'ouverture pour ce type de contrats). En réalité, les choses sont moins simples puisqu'il apparaît que certaines « produits crédités » (dividendes garantis, par exemple), relèvent des contrats en unités de compte. Mais, dans un premier temps, la distinction effectuée pourrait être considérée comme satisfaisante.

Indépendamment de ces taux de rendement, les grandeurs évoquées ci-dessus permettent de calculer des ratios qui –bien que globaux– sont de bons indicateurs de la maturité de l'industrie de l'assurance-vie dans les différents pays: ainsi en est-il, par exemple, du ratio prestations sur primes; dans un pays où l'assurance-vie est en phase de décollage, ce ratio est souvent modeste (inférieur à

## Observatoire de l'Épargne Européenne

30% par exemple); dans la phase maturité, les prestations peuvent se rapprocher du chiffre d'affaires et même, dans certains cas assez exceptionnels, le dépasser (recyclage des prestations des contrats sur d'autres placements que l'assurance-vie).

Le rapport provisions/primes est peut-être encore un meilleur indicateur du degré de maturité de l'assurance-vie: là où le rapport est élevé (par exemple, supérieur à 6 ou 7), on a affaire, en principe, à une industrie de l'assurance-vie qui est déjà entrée dans sa phase de maturité. Le numérateur ayant la dimension d'un "stock", le rapport provisions/primes est moins volatile que le rapport prestations/primes qui ne fait entrer en ligne de compte que des flux.

Dans ce qui suit, nous avons utilisé les données publiées par le CEA dans CEA Eco n°10 pour l'année 1998 et dans CEA Eco n°14 pour l'année 1999.

### Deux indicateurs de « maturité » de l'assurance-vie

En ce qui concerne le rapport provisions/primes, le tableau 1, fournit pour 12 pays européens, les valeurs prises à la fin de 1998 et à la fin de 1999. Ces ratios ne sont évidemment pas totalement stables (le montant des primes est susceptible de fluctuer d'une année sur l'autre beaucoup plus que celui des provisions), mais on constate que la hiérarchie établie sur les ratios de fin 1999 ne serait que très peu modifiée par la référence aux ratios de fin 1998. Ce tableau oppose clairement les pays du nord de l'Europe (à l'exception de la Finlande) aux trois pays du sud de l'Europe, Italie, Espagne et Portugal où l'assurance-vie est encore manifestement dans une phase décollage.

**Tableau 1-Le rapport provisions/primes (en fin de période)**

	<b>1999</b>	<b>1998</b>
<b>Danemark</b>	15,2	12,5
<b>Suède</b>	14,5	14,4
<b>Norvège</b>	11,0	10,1
<b>Royaume-Uni</b>	9,4	9,9
<b>Allemagne</b>	8,5	8,8
<b>France</b>	8,2	7,9
<b>Autriche</b>	6,6	7,1
<b>Belgique</b>	5,8	5,7
<b>Finlande</b>	4,7	5,7
<b>Italie</b>	3,9	4,1
<b>Espagne</b>	3,7	4,0
<b>Portugal</b>	3,7	3,7

Source: CEA, ECO n°14, The European Life Insurance Market in 1999, janvier 2001

Le ratio prestations/primes (voir tableau 2 page suivante), qui fait apparaître des flux au numérateur et au dénominateur, est effectivement plus instable que le précédent. Dans le cas de la Finlande, cette instabilité doit même avoir une explication particulière. Le classement de l'Espagne fait apparaître, selon ce critère, une maturité plus avancée qu'avec le précédent critère. Mais, sous ces réserves, le classement du tableau 2 n'est pas très différent de celui du tableau 1 avec le groupe

## Observatoire de l'Épargne Européenne

de tête composé majoritairement de pays du nord de l'Europe, cependant que l'Italie et l'Espagne sont en queue de peloton.

**Tableau 2 - Le rapport prestations/ primes (en %)**

	<b>1999</b>	<b>1998</b>
<b>Allemagne</b>	75,6	76,6
<b>Royaume-Uni</b>	66,2	73,3
<b>Danemark</b>	65,7	57,0
<b>Autriche</b>	57,3	66,0
<b>France</b>	53,3	57,0
<b>Espagne</b>	52,0	60,1
<b>Suède</b>	50,2	46,7
<b>Pays-Bas</b>	49,2	43,7
<b>Grèce</b>	48,6	44,0
<b>Luxembourg</b>	47,0	40,7
<b>Belgique</b>	42,1	45,5
<b>Finlande</b>	28,6	65,2 ( ?)
<b>Portugal</b>	28,7	29,9
<b>Italie</b>	24,1	32,6

Source: CEA, ECO n°14, The European Life Insurance Market in 1999, janvier 2001

Dans la relation mentionnée plus haut, seules les grandeurs suivantes sont disponibles:

- les primes directes d'assurance-vie (c'est à dire hors réassurance) ;
- les prestations (benefits) qui correspondent à l'ensemble des versements faits au cours de l'année considérée: arrivée à échéance des contrats, sinistres, rachats, montant des rentes versées ;
- les provisions mathématiques (correspondant aux engagements des sociétés à l'égard de leurs clients).

Un grand progrès serait donc réalisé si l'on pouvait prendre en compte, d'une part, les contrats en monnaie nationale (« produits crédités »), de l'autre, les contrats en unités de compte (auxquels s'appliquent les « réévaluations »). L'OEE conduit aujourd'hui un projet d'enrichissement de la collecte statistique sur ce point. Des informations sur les progrès de ce projet –ainsi qu'un éventail de statistiques sur l'assurance en europe- sont proposés sur le site de l'OEE.

## Events and Publications

### Agenda

- Apr. 5-6, **European Asset Management Congress 2001**, Frankfurt, Maleki Group,, ([www.malekigroup.com/psites/asset/asset2001/de/index\\_en.html](http://www.malekigroup.com/psites/asset/asset2001/de/index_en.html))
- Apr. 11-12, **Private Banking**, Paris, EFMA ([www.efma.com](http://www.efma.com))
- Apr. 18-19, **European Pensions Schemes Summit**, Dublin, IMN ([www.imn.org/2001/a290](http://www.imn.org/2001/a290))
- Apr. 24-25, **Capital Adequacy**, London, IBC ([www.ibcglobal.com](http://www.ibcglobal.com))
- Apr. 24-25, **Behavioural Finance**, London, IIR ([www.iir-conferences.com](http://www.iir-conferences.com))
- Apr. 25-28, **Third European Meeting of Employee Shareownership**, The Hague, European Federation of Employee Share Ownership ([www.efesonline.org](http://www.efesonline.org))
- May 3-5, **Cross Border Financial Services**, Brussels, EFMA ([www.efma.com](http://www.efma.com))
- May 15, **Marketing and Distributing Mutual Funds in a Growing European Market**, Zurich, IIR ([www.iir-conferences.com](http://www.iir-conferences.com))
- May 15-17, **Fiscalité de l'Épargne**, EFE ([www.efe.fr](http://www.efe.fr))
- May 31-Jun 1, **Marché de l'épargne en zone euro**, Paris, DII (first session introduced and chaired by Didier Davydoff, Director of the OEE)
- Jun. 11-12, **Exchange Traded Funds World**, New-York, IBC ([www.ibcusa.com/etfworld](http://www.ibcusa.com/etfworld))
- Jun. 26-28, **18<sup>th</sup> International Conference in Finance**, Namur, AFFI, Belgium ([www.fundp.ac.be/eco/affi2001/mainen.html](http://www.fundp.ac.be/eco/affi2001/mainen.html))
- Jul. 4-5, **Fund forum international**, Monaco, IBCI
- Jul. 11-12, **7<sup>th</sup> Annual Conference: Global Corporate Conference: Myth & Reality**, ICGN

### News

#### **Séminaire de l'OEE sur les méthodes de comptabilisation des transactions internationales dans les comptes nationaux**

Le SEC 95 (Système Européen des Comptes) et le BPM5 (Balance of Payments Manual) du FMI laissent aux producteurs de données une marge d'interprétation dans l'élaboration des statistiques officielles, notamment en ce qui concerne les opérations (et leurs contreparties financières) avec le secteur du reste du monde. L'OEE a donc entrepris d'interroger des statisticiens sur les conventions en usage dans un certain nombre de cas précis. Sur la base d'un rappel de quelques principes de comptabilisation (notion de résidence, de centre d'intérêt économique, de résidence fictive, etc.) M. Friez et Mme Devillers de la Banque de France ont ainsi, le 9 mars dernier, dans les locaux de la FFSA, détaillé les méthodes employées dans les comptes français. En particulier ils ont expliqué les techniques de comptabilisation de l'acquisition d'actifs immobiliers par les ménages non-résidents, ce cas particulier révélant des phénomènes de prime abord contre-intuitifs, puisque se traduisant dans les comptes non-financiers par l'achat d'un bien par une société fictive et d'autre part, dans les comptes financiers, par une augmentation du poste « Actions non cotées et autres participations » à l'actif du reste du monde. Un compte-rendu détaillé de ce séminaire est disponible sur le site de l'OEE.

#### **More results of the EVS 98 survey of German households' revenues and consumption**

The German national statistics institute (Statistisches Bundesamt) released recently the second part of its 1998 survey of revenues and consumption of over 68000 households' (Einkommen- und Verbrauchsstichprobe). As in the previous 1993 survey, most general results were released first, but specific issues are then dealt with over time, as data is processed. A first focus (on real-estate) of

the 1998 survey was released in November 2000. Recently it came to the preliminary results of a second part on the structure of households' revenues and financial holdings. Given its scope, methodological rigour and transparency -quite a few basic information is indeed made available- this survey has raised, in spite of its national limits, the interest of the OEE. The OEE plans to organise in coming weeks a seminar presenting the new financial information provided by this survey of which one can only hope that it will gain a European dimension. More is to be made available on OEE's website on this subject.

### **More on the OEE's research project on European households' savings final destination**

The results of the OEE's research project conducted by Nanterre University's MODEM research team were presented on March 7<sup>th</sup> at a meeting of the «Financial and Monetary Economics» workgroup of the French national center for scientific research (CNRS). As the following discussion raised a number of observations, a section was subsequently opened on the OEE's website to present the various point of views, including a development by Marc-Antoine Kleinpeter of the Bank of France.

### **Victoires des SICAV 2001**

Standard and Poor's, qui est membre de l'Observatoire de l'Épargne Européenne a organisé le 28 février 2001 avec le journal « La Tribune » une cérémonie de remise des « Victoires des SICAV 2001 » qui récompense, au sein des chaque catégorie, les SICAV les plus performantes. Au cours de cette cérémonie, le jury du Prix EURO-VL de l'Innovation -dont le Directeur de l'OEE, Didier Davydoff, est membre- a primé BAREP AM pour son fonds BAREP Alizé Euro comme produit le plus innovant de l'année. Ce produit destiné aux professionnels donne sa place à une nouvelle classe d'actifs: les dérivés climatiques et d'assurance, qui présentent notamment l'intérêt:

- d'être totalement décorrélé des risques financiers et donc d'offrir une possibilité de diversification des portefeuilles avec des rendements élevés.
- d'offrir une couverture du risque climatique pour des entreprises qui y sont exposées et de titriser les risques catastrophe du marché de l'assurance.

### **Lancement d'un programme de formation continue à la gestion pour compte de tiers**

L'AFG-ASFFI a lancé en mars 2001 un programme de formation continue à la gestion pour compte de tiers. Animé par des professionnels, il est réparti en quatre modules: environnement de l'activité, fonctionnement, maîtrise et contrôle, «reporting». Le programme détaillé -qui fait intervenir Didier Davydoff, le Directeur de l'OEE- est disponible sur le site de l'AFG-ASFFI ([http://www.afg-asffi.com/afg/fr/upload/librairie/plaquette\\_PRAM.pdf](http://www.afg-asffi.com/afg/fr/upload/librairie/plaquette_PRAM.pdf)).

### **Publications**

#### **Les OPA en Europe**

Viviane de Beaufort vient de publier aux éditions Economica un ouvrage intitulé « les OPA en Europe». Partant du constat que depuis une dizaine d'années les entreprises privilégient la croissance externe comme mode de développement international, l'auteur analyse le régime des Offres Publiques d'Achat dans l'Union Européenne et dans chacun des pays-membres. S'agissant d'une technique complexe et même parfois contestée, les institutions européennes ne sont pas encore parvenues à mettre en place un cadre harmonisé pour le déroulement des offres publiques. La présentation pédagogique que fait l'auteur des différentes réglementations nationales sera donc très utile, aux professionnels comme aux non spécialistes. Cette recherche a été soutenue par l'Institut CDC pour la Recherche Scientifique, financé par la Caisse des Dépôts et Consignations, membre de l'Observatoire.

Les germanistes pourront toutefois également consulter l'ouvrage publié en juillet 1999 par le Deutsches Aktieninstitut: « Übernahme börsennotierter Unternehmen », dont la première partie est

introduite par Mario Monti et décrit le cadre juridique des OPA aux Etats-Unis, au Royaume-Uni, en Suisse et compare les juridictions autrichiennes, belges, françaises et néerlandaises en la matière. A l'heure où les autorités préparent une nouvelle loi sur les offres publiques, le reste de l'ouvrage -qui porte exclusivement sur le cas allemand- devrait perdre de son actualité.

### **Indexes for the European Capital Market – Enabling European Equity Emigration**

A paper by Lars Hamich, Director of Product Development-Europe at Dow Jones Indexes, published by Gabler in the "Handbook for European Capital Markets" in January 2001, reviews the European equity emigration process currently at work. This paper chronicles the circumstances behind this emigration and the consequences and challenges it holds for retail and institutional investors, financial product designers and European equity index providers. It also presents data confirming the rate and extent of this emigration of European equity. The paper concludes with a detailed description of a new indexation product for Europe –Exchange Traded Funds (ETFs)– which will further accelerate, broaden and deepen the emigration of European equity. A full copy of the article may be downloaded in Acrobat file format from STOXX Ltd's website at [http://www.stoxx.com/news\\_room/publications.html](http://www.stoxx.com/news_room/publications.html).

### **Epargne et Financement**

Un article sur «La détention d'actifs risqués à travers l'assurance-vie » publié dans le dernier numéro de la revue « Epargne et Financement » de la Caisse des Dépôts et Consignation analyse le rôle fondamental dans l'allongement de l'horizon des placements des ménages joué en France par les contrats en unité de compte (contrats qui permettent aux compagnies d'assurance d'acquérir des parts de fonds largement constitués d'actions). L'importance gagnée ces dernières années par les contrats en unité de compte n'a pas encore radicalement modifié la structure des encours. Anticipée par les auteurs la poursuite du développement des contrats en unité de compte devrait cependant progressivement accroître l'importance du financement du secteur privé par les investisseurs institutionnels, au détriment de celui du secteur public. L'intérêt de cette étude apporte une nouvelle preuve de la nécessité de donner une dimension européenne à l'analyse du rôle des contrats en unités de compte dans l'assurance-vie (voir l'article sur ce point page 21).

### **Financial services in Europe**

Goldman Sachs Global Equity Research published at the end of 2000 a series of reports on "Financial services in Europe" detailing the outlook for the mutual fund industry both at an aggregate level and in individual country level case-by-case studies on Germany, France, the U.K., Italy and Spain. Against the background of a "U.S. savings equation benchmark" and a study of countries' asset allocation by product mix in 1999 and making assumptions on future changes in tax legislation, they forecast the European savings market to grow from EUR 11.9 trn at the end of 1999 to some EUR 25.9 trn at the end of 2010. Considering individual asset classes, products expected to gain in importance throughout the 1999–2010 period of time are life insurance and pensions (with a share in total savings due to rise from 27% to 35%), equities (from 11% to 17%), and investment funds (from 16% to 22%). Since the share of bonds in total saving assets should remain broadly stable (with a slight decrease from 8% to 6% throughout the period ), deposits should record a drop in their weight as a share from total savings from 35% to 17%.

### **The New Capital Markets in Central and Eastern Europe**

The European Capital Markets Institute recently published a book entitled "The New Capital Markets in Central and Eastern Europe". After assessing the current state of development of Eastern European capital markets the research analyses specifically how the legal framework and the financial sector have to be transformed to cope with EU integration, and the effects of such integration on the corporate, public and financial sector of those countries. (The book can be ordered at <http://www.ecmi.es/books2.htm>)

# Observatoire de l'Épargne Européenne

## Observatoire de l'Épargne Européenne

<i>Chairman of the Board</i>	Jacques de Larosière
<i>Vice-Chairman</i>	Alain Leclair
<i>Secretary General</i>	Pierre Bollon
<i>Treasurer</i>	Jean-Pierre Ruault
<i>Chairman of the Advisory Committee</i>	André Babeau
<i>Director</i>	Didier Davydoff <a href="mailto:D.Davydoff@oeefr">D.Davydoff@oeefr</a>
<i>Economist</i>	Laurent Grillet-Aubert <a href="mailto:L.Grillet-Aubert@oeefr">L.Grillet-Aubert@oeefr</a>
<i>Statistician-Economist</i>	Auguste Mpacko-Priso <a href="mailto:A.Mpacko-Priso@oeefr">A.Mpacko-Priso@oeefr</a>
<i>Support</i>	Chantal Gautron <a href="mailto:C.Gautron@oeefr">C.Gautron@oeefr</a>

33 rue de Miromesnil  
75008 Paris  
Tel : +33-(0)1 43 12 58 00  
Fax : +33-(0)1 43 12 58 01