

Une nouvelle forme de financement international

Les emprunts en unités de compte européennes

Le développement extraordinaire de l'économie européenne (1) et son corollaire, l'augmentation substantielle des réserves d'or et de monnaies convertibles des grands pays industrialisés d'Europe Occidentale (2) ont, d'une part, augmenté les besoins de capitaux et d'autre part, les disponibilités pour y satisfaire.

Pendant longtemps le marché financier de New York a joué un rôle primordial comme collecteur de capitaux du monde occidental avec l'appui, intermittent et mineur, des marchés de Londres, Zurich et Amsterdam. Le déséquilibre de la balance des paiements des Etats-Unis, et les nouvelles mesures fiscales proposées par l'administration américaine pour décourager les emprunteurs étrangers (3), ont soudainement posé en termes aigus le problème du financement international à long terme.

C'est dans cette perspective que se place l'initiative du Professeur F. Collin de faire descendre l'unité de compte de l'ex-Union Européenne de Paiements de l'Olympe des transactions publiques pour l'employer dans les transactions financières internationales privées, singulièrement pour le placement simultané d'obligations dans différents pays, mobilisant les capitaux au delà des frontières monétaires nationales et posant ainsi les jalons d'un véritable marché financier européen (4).

(1) *Statistiques de base de la Communauté*, 4^e édition, Bruxelles, novembre 1963.

(2) *Bank for International Settlements*, 33rd Annual Report, Basle, June 10, 1963, p. 126 et suiv.

(3) *Interest Equalization Tax Act of 1963*, H.R. 8000, 88th Cong., 1st Sess. (1963).

(4) F. COLLIN, *L'utilisation d'une monnaie de compte dans les emprunts internationaux*, Institut International d'Etudes Bancaires, Rotterdam, 1958; F. COLLIN & G. van Hecke, *De aanwending van een rekening in internationale leningen*, R.W., 1958, No. 12; F. COLLIN, *The Formation of a European Capital Market*, Brussels, 1963; F. COLLIN, *Neue Formen von*

En effet, le principal et l'intérêt des obligations de ces emprunts sont libellés en unités de compte et non en une quelconque monnaie nationale. Toutefois, l'unité de compte n'étant pas un moyen de paiement (legal tender), les souscripteurs d'obligations en unités de compte acquièrent celles-ci en versant, en une monnaie nationale librement convertible, l'équivalent de leur valeur en unités de compte. D'autre part, au moment du paiement des intérêts ou du principal les porteurs d'obligations en unités de compte ont la faculté de choisir parmi les monnaies de référence, celle sur la base de laquelle sera libérée leur créance en unités de compte.

1. L'unité de compte européenne.

L'unité de compte employée dans divers emprunts récents (5) s'inspire directement de la définition de l'unité de compte de l'ancienne Union Européenne de Paiements, instituée en 1950 pour se détacher d'un bilatéralisme monétaire trop étroit et faciliter ainsi le clearing entre banques centrales européennes et la convertibilité des monnaies européennes (6).

La définition de l'unité de compte de l'UEP, figurant à l'Article 26 a) de l'Accord sur l'Etablissement d'une Union Européenne de Paiements était la suivante:

« Les comptes de l'Union sont tenus, les calculs relatifs aux opérations sont effectués et les prêts consentis en vertu des Articles 10 bis, 11 et 13 ci-dessus sont exprimés dans une unité de compte fixée à 0,88867088 grammes d'or fin ».

La valeur-or de l'unité de compte de l'UEP était donc équivalente à la valeur-or du dollar, les Etats-Unis d'Amérique étant à

Internationalen Anleihen, « Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen », 17 Jahrgang, Heft 1 & 2, 1964; F. COLLIN, *The Success of International Loans*, « The Times », 13/III/1964; L. ELMAN, *Move Toward Development of a European Capital Market*, « Export Trade », Dec. 16, 1963; W. ARENDT, *Anleihen in Rechnungseinheiten*, « Z.f.d.g. Kreditwesen », Heft 3, 1964.

(5) SACOR, 1961/78; SACOR, 1962/78; Norges Kommunalbank, 1963/83; Imatran, 1963/78; Cassa per il Mezzogiorno, 1963/78; Banco de Fomento Nacional, 1963/78; The Loan Association of 7 Copenhagen Municipalities, 1964/84. Le montant total de ces emprunts représente 68.000.000 d'unités de compte. Ces emprunts sont tous cotés en bourse de Luxembourg et certains d'entre eux également à Amsterdam, Bruxelles ou Zurich.

(6) R. TRIPPIN, *Europe and the Money Muddle*, Yale Univ. Press, 1957, p. 109 et suiv.; R. TRIPPIN, *Gold and the Dollar Crisis*, Yale Univ. Press, 1961, p. 121 et suiv.; R. TRIPPIN, *Intégration Economique Européenne et Politique Monétaire*, Sirey, 1960, p. 58.

l'époque le principal bailleur de fonds de l'UEP et le dollar américain étant, à côté de l'or, le grand moyen de paiement international (7).

Les décisions de l'UEP étaient prises à l'unanimité, sous réserve de l'Article 26 c) de l'Accord de l'UEP (8) qui prévoyait qu'aucun pays membre ne pouvait s'opposer à une décision de l'Organisation tendant à modifier la valeur de l'unité de compte si la parité entre la monnaie de ce pays membre et l'unité de compte avait été modifiée dans le même sens et dans la même mesure ou dans une mesure supérieure. En d'autres termes, un pays membre ne pouvait s'opposer à la dévaluation de l'unité de compte que pour autant que cette dévaluation était plus importante que celle de sa propre monnaie. L'Accord de l'UEP prévoyait donc explicitement l'éventualité d'une modification de parité de l'unité de compte pour laquelle, toutefois, une certaine unanimité des pays membres était requise.

Avec le retour à la convertibilité des principales monnaies européennes, l'Union Européenne de Paiements fut dissoute en 1958, et il n'y avait plus dès lors d'autorité habilitée à fixer les variations de valeur de l'unité de compte. Il était donc nécessaire d'élaborer des règles contractuelles qui puissent fixer la valeur future de l'unité de compte d'une façon précise, automatique et équitable. C'est à ces impératifs de précision, d'automatisme et d'équité que correspondent les dispositions contractuelles qui ont été ajoutées à la définition de l'unité de compte de l'UEP pour en définir la valeur à long terme et en faciliter ainsi l'usage dans les emprunts internationaux de longue durée.

La nouvelle définition de l'unité de compte (9) est rédigée sous forme quasi-algébrique en ce qu'elle débute par une série de défini-

(7) Il n'y aurait aucun inconvénient à adopter une unité de compte équivalente à la valeur-or d'une autre monnaie internationale telle que la livre sterling, le franc français ou le D.M. ou même une valeur-or représentant la moyenne arithmétique des valeurs-or de deux ou de plusieurs monnaies européennes faisant ainsi le premier pas vers une véritable monnaie européenne; cf. VALLON, *Rapport Général sur la loi de finances pour 1964*.

(8) « Aucune Partie Contractante ne peut s'opposer à une décision de l'Organisation tendant à modifier la valeur de l'unité de compte en vertu du paragraphe a de l'article 30 ci-dessous, si la parité entre sa monnaie et l'unité de compte, telle que celle-ci est définie au 1 juillet 1950, a été modifiée dans le même sens et dans la même mesure ou dans une mesure supérieure, depuis cette date ».

(9) La définition de l'unité de compte étudiée dans cet article est celle employée dans les emprunts Banco de Fomento et Copenhagen Municipalities. Cette définition (cf. p. 51) est légèrement différente de celle employée dans les emprunts précédents.

DEFINITION DE L'UNITÉ DE COMPTE (Emprunt Banco de Fomento)

« Pour le présent emprunt, la valeur de l'unité de compte est déterminée selon les règles ci-après :

A. DEFINITIONS

a) Valeur actuelle de l'unité de compte.

La valeur actuelle de l'unité de compte est celle de l'unité de compte de l'Union Européenne de Paiements, actuellement dissoute, telle que cette valeur était définie à l'article 26 (a) des statuts de cet organisme international, soit 0,88867088 gramme d'or fin.

b) Monnaies de référence.

Les monnaies de référence dont il sera question ci-après sont celles des 17 pays qui furent membres de l'Union Européenne de Paiements. Toutefois, les monnaies qui n'ont pas de valeur-or telle que définie ci-dessous (monnaies flottantes) perdront la qualité de monnaie de référence jusqu'au moment où elles auront à nouveau acquis une valeur-or.

c) Valeur-or des monnaies de référence.

La valeur-or d'une monnaie de référence à une date quelconque est celle déclarée à cette date au Fonds Monétaire International et reconnue par cet organisme ou, à défaut d'une telle déclaration et reconnaissance, celle qui a été définie législativement ou réglementairement par le pays ayant émis la monnaie en question, soit par référence à l'or soit par référence à une autre monnaie ayant une valeur-or.

Le rapport entre la valeur actuelle de l'unité de compte et les valeurs-or actuelles des monnaies de référence est :

1 UC =	26,000 schillings (Autriche)
1 UC =	50,000 francs (Belgique)
1 UC =	6,907 couronnes (Danemark)
1 UC =	4,937 francs (France)
1 UC =	4,000 marks (République Féd. All.)
1 UC =	0,357 livre sterling (Royaume-Uni)
1 UC =	30,000 drachmes (Grèce)
1 UC =	43,000 couronnes (Islande)
1 UC =	0,357 livre (Irlande)
1 UC =	625,001 liras (Italie)
1 UC =	50,000 francs (Luxembourg)
1 UC =	3,620 florins (Pays-Bas)
1 UC =	7,143 couronnes (Norvège)
1 UC =	28,749 escudos (Portugal)
1 UC =	5,173 couronnes (Suède)
1 UC =	4,373 francs (Suisse)
1 UC =	9,000 livres (Turquie)

d) Valeurs de base de l'unité de compte et des monnaies de référence.

La valeur de base de l'unité de compte est sa valeur actuelle et les valeurs de base des monnaies de référence sont les valeurs-or de ces monnaies à la date de l'émission.

Toutefois, à l'expiration d'une quelconque période d'ajustement (telle que définie ci-après), la valeur de base de l'unité de compte s'alignera sur sa valeur à cette date. Simultanément, la valeur de base de chaque monnaie de référence s'alignera sur sa valeur-or à cette date. Les valeurs de base ainsi fixées à nouveau demeureront inchangées jusqu'à l'expiration de la période d'ajustement suivante.

e) Période d'ajustement.

Une période d'ajustement est la période de deux ans à compter de la date à laquelle les valeurs-or de toutes les monnaies de référence seront, pour la première fois, différentes de leurs valeurs de base respectives, telles que celles-ci auront été fixées en dernier lieu.

B. VARIATION DE LA VALEUR DE L'UNITÉ DE COMPTE

L'unité de compte aura une valeur différente de sa valeur de base aux moments où, durant une période d'ajustement, les conditions suivantes seront remplies :

a) toutes les monnaies de référence auront une valeur-or différente de leur valeur de base respective;

b) les deux tiers au moins des monnaies de référence auront une valeur-or représentant, par rapport à leur valeur de base respective, une modification dans le même sens (*).

Dans ces cas, la valeur de l'unité de compte différera de sa valeur de base dans le sens des deux tiers mentionnés ci-dessus et dans la même proportion que la valeur-or de la monnaie de référence la moins modifiée dans ce sens par rapport à sa valeur de base ».

(*) Si une unification monétaire devait intervenir entre certaines monnaies de référence, la nouvelle monnaie résultant de cette unification interviendrait, dans le calcul des deux tiers, pour le nombre de monnaies dont elle résulte.

tions précises qui sont employées dans les dispositions de fond régissant l'évolution de la valeur de l'unité de compte. Cette méthode, quelque peu aride, a l'avantage de diminuer considérablement les possibilités d'interprétation divergentes dues à l'emploi de termes vagues.

La première définition est celle de la *valeur actuelle de l'unité de compte* qui, comme nous l'avons indiqué plus haut, équivaut à celle de l'unité de compte de l'ancienne UEP (10). Il est utile de préciser que la valeur actuelle de l'unité de compte est sa valeur à la date d'émission de l'emprunt, c'est-à-dire à la date à laquelle les obligations commencent à porter intérêt. Toutefois, la valeur de l'unité de compte pouvant varier, sa valeur à la date d'émission peut être différente d'un emprunt à l'autre.

A l'instar de l'unité de compte de l'UEP et comme le prévoient les statuts du Fonds Monétaire International (11) pour les monnaies de pays membres (12), la valeur de la présente unité de compte est exprimée en un poids d'or fin. Cette référence à l'or qui comme nous le verrons ultérieurement ne peut être identifiée à une clause-or, est indispensable afin de déterminer la contre-valeur de l'unité de compte dans les différentes monnaies de référence dont les valeurs sont elles-mêmes exprimées en or.

La seconde définition se rapporte aux *monnaies de référence*. Celles-ci comportent les monnaies des 17 pays qui furent membres de l'UEP, c'est-à-dire Autriche, Belgique, Danemark, France, République Fédérale Allemande, Royaume-Uni, Grèce, Islande, Irlande, Italie, Luxembourg, Norvège, Pays-Bas, Portugal, Suède, Suisse et Turquie. L'éventail des monnaies de référence sur lequel est indexée la valeur de l'unité de compte est donc suffisamment large pour représenter une coupe valable de l'évolution des principales monnaies européennes. A la différence de l'unité de compte employée dans les institutions communautaires des Six (13), la présente unité de compte comprend également la livre sterling et le franc suisse

(10) Notons que la valeur de l'unité de compte de l'UEP n'a jamais été modifiée.

(11) « The par value of the currency of each member shall be expressed in terms of gold as a common denominator or in terms of the United States dollar of the weight and fineness in effect on July 1, 1944 ». Article IV, Section 1(a) Articles of Agreement of the International Monetary Fund.

(12) Voir Schedule of Par Values, publié régulièrement par le FMI.

(13) L'unité de compte mentionnée dans les statuts de la Banque Européenne d'Investissement (Art. 4, 1) est plus près d'une clause-or, aucune procédure n'étant prévue pour

qui, depuis de longues années, ont joué un rôle important dans le domaine monétaire international.

La définition des monnaies de référence comprend une disposition éliminant les monnaies à parité flottante. En d'autres termes, une monnaie ayant abandonné sa parité officielle (soit déclarée au Fonds Monétaire International, soit établie par voie législative ou réglementaire) perd nécessairement sa qualité de monnaie de référence et ne peut plus avoir d'influence sur la détermination de la valeur de l'unité de compte aussi longtemps qu'elle reste flottante. Ceci n'exclut pas qu'un porteur d'obligation puisse éventuellement demander le paiement de l'intérêt ou du principal en une monnaie flottante sur la base du cours moyen de cette monnaie par rapport à une monnaie de référence à parité fixe.

La définition suivante établit la *valeur des monnaies de référence* telles qu'elles sont déclarées au Fonds Monétaire International ou telles qu'elles sont définies législativement ou réglementairement par les autorités respectives des pays en question. L'Article 4, paragraphe 1, des statuts du Fonds Monétaire International prévoyant que la valeur des monnaies des pays membres est exprimée soit en or, soit en dollars d'une certaine valeur-or, la valeur des monnaies de référence est donc nécessairement établie soit par référence à l'or, soit par référence à une monnaie ayant une valeur-or.

Le rapport entre la valeur actuelle de l'unité de compte et les valeurs actuelles des monnaies de référence donne une série d'équations formant la base même de la valeur de l'unité de compte, ainsi que nous le verrons ci-après.

Le principe fondamental de l'évolution de la valeur de l'unité de compte étant que celle-ci ne change que lorsque les 17 monnaies de référence auront varié, et étant donné que ces cycles de variation des 17 monnaies et de l'unité de compte peuvent se répéter plusieurs fois au cours d'un emprunt, il était indispensable de fixer une *valeur de base tant de l'unité de compte que des monnaies de référence* afin de pouvoir ouvrir et clore des cycles successifs de variation des 17 monnaies et de l'unité de compte. Le premier cycle commençant à la date d'émission de l'emprunt, la première

modifier sa valeur. Le Conseil des gouverneurs peut toutefois décider de ne pas appliquer les règles d'ajustement des quote-parts de capital des Etats-membres en cas de modification uniformément proportionnelle au pair de toutes les monnaies des pays membres du Fonds Monétaire International ou des membres de la Banque (Art. 7, 4).

valeur de base de l'unité de compte et des monnaies de référence est leur valeur à cette date d'émission.

Comme les ajustements de parité monétaire peuvent ne pas être définitifs et s'échelonner sur quelque temps, il est prévu une *période d'ajustement* de deux ans (14) pendant laquelle l'unité de compte peut changer de valeur sans requérir un cycle complet de variation des 17 monnaies de référence. Cette période d'ajustement correspond au souci de ne pas voir l'unité de compte s'indexer sur des modifications de parité temporaires et peu réalistes. Il est en effet fréquent qu'en période d'agitation monétaire, certaines modifications de parité soient trop ou pas assez importantes et exigent un ajustement à brève échéance. L'on peut raisonnablement espérer que les variations monétaires exagérées ou insuffisantes auront été ajustées à l'expiration de la période d'ajustement de deux ans. A cette date, la valeur-or de l'unité de compte et des monnaies de référence se fixe en de nouvelles valeurs de base qui, comme nous le verrons plus loin, ne seront pas nécessairement différentes des valeurs de base précédentes (15).

Ces définitions préliminaires étant mises au point, la formule de variation de valeur de l'unité de compte peut être élaborée avec précision et automatisme.

L'unité de compte ne change de valeur que lorsque deux conditions essentielles sont remplies conjointement: l'une étant que toutes les monnaies de référence aient une valeur différente de leur dernière valeur de base; l'autre que les valeurs de $2/3$ au moins des monnaies de référence aient évolué dans le même sens, soit d'une dévaluation soit d'une réévaluation.

La première condition est inspirée du principe fondamental de l'unité de compte de l'UEP, exigeant l'unanimité des pays membres pour modifier la valeur de l'unité de compte (16). La valeur de l'unité de compte restera donc constante aussi longtemps que toutes les monnaies de référence n'auront pas changé de parité. Les autorités monétaires nationales peuvent ainsi toujours empêcher la modification de la valeur de l'unité de compte et contrôler son ampleur, et par conséquent, la charge pour leurs emprunteurs nationaux des emprunts libellés en unités de compte.

(14) La période d'ajustement débute à la date à laquelle toutes les monnaies de référence ont une valeur-or différente de leurs valeurs de base précédentes.

(15) cf. p. 55.

(16) cf. note 8.

La condition de la majorité des $2/3$ introduit un élément nécessaire de pondération parmi les monnaies de référence, dans la détermination de la valeur de l'unité de compte. Etant donné la solidarité croissante des monnaies européennes, et singulièrement de celles des pays du Marché Commun et de la zone de libre échange, il est peu probable que plusieurs monnaies fortes parmi les monnaies de référence évoluent d'une façon permanente dans un sens opposé aux autres monnaies fortes et par conséquent ne soient pas incluses dans la majorité des $2/3$ indicative du sens de la variation de l'unité de compte.

En d'autres termes, le sens de la variation de la valeur de l'unité de compte sera déterminé par la majorité qualifiée de 12 monnaies de référence sur 17, devant nécessairement inclure au moins deux des monnaies suivantes: le franc belge, le franc français, le mark, la livre sterling, la lire, le florin ou le franc suisse. Cette disposition est destinée à éviter que la valeur de l'unité de compte ne s'indexe sur la ou les monnaies les plus faibles parmi les monnaies de référence.

Au cas où une proportion importante des monnaies de référence évoluerait dans des sens différents, c'est-à-dire si la majorité des $2/3$ n'est pas atteinte dans le sens de la dévaluation ou de la réévaluation, il devient monétairement arbitraire de changer la valeur de l'unité de compte dans un sens ou dans l'autre, et monétairement équitable, de ne changer la valeur de l'unité de compte en aucun sens. Dans ce cas, à l'expiration de la période d'ajustement de deux ans, la nouvelle valeur de base de l'unité de compte sera indentique à sa valeur de base précédente, quoique toutes les monnaies de référence aient changé de parités et auront acquis de nouvelles valeurs de base.

Les deux conditions fondamentales de variation de valeur de l'unité de compte — modification de valeur de toutes les monnaies de référence et variation des $2/3$ des monnaies de référence dans le même sens — étant remplies, la nouvelle valeur de l'unité de compte s'indexera sur la valeur de la monnaie de référence *la moins modifiée*, parmi les deux tiers, par rapport à sa valeur de base antérieure. La valeur de l'unité de compte est donc généralement indexée sur la valeur de la monnaie la plus stable ou la moins modifiée par rapport à sa parité antérieure. Nonobstant la réévaluation d'une ou plusieurs monnaies de référence constituant moins d'un tiers de celles-ci, la valeur de l'unité de compte suivra le

mouvement de dévaluation si plus de 2/3 des monnaies de référence sont dévaluées et s'indexera sur la monnaie de référence la moins dévaluée.

Quelques exemples concrets illustreront les principes généraux de l'évolution de la valeur de l'unité de compte. Si toutes les monnaies de référence sont dévaluées de 5%, l'U.C. sera dévaluée de 5%.

Si toutes les monnaies de référence sont réévaluées de 5%, l'U.C. sera réévaluée de 5%.

Si deux tiers des monnaies de référence sont dévaluées suivant des pourcentages variant de 5% à 25% et un tiers des monnaies de référence sont réévaluées de 5% à 10%, l'U.C. sera dévaluée de 5%.

Si deux tiers des monnaies de référence sont réévaluées suivant des pourcentages variant de 5% à 25% et un tiers des monnaies de référence sont dévaluées de 5% à 10%, l'U.C. sera réévaluée de 5% (17).

Le système de l'unité de compte est incontestablement le plus équilibré tant pour l'emprunteur que pour le prêteur puisqu'il élimine les variations extrêmes tant en matière de réévaluation qu'en matière de dévaluation. Il est plus équilibré qu'une clause-or où la majorité des événements monétaires jouent en faveur du prêteur ou qu'un emprunt en une monnaie nationale où généralement les circonstances monétaires favorisent l'emprunteur.

2. L'unité de compte et l'option de change.

L'unité de compte s'apparente à première vue à une clause classique d'option de change (multiple currency clause) (18) en ce que le porteur d'obligations libellées en unités de compte a le droit de réclamer le paiement du principal ou des intérêts en différentes monnaies d'après les différents lieux de paiement sur la base de la monnaie de référence de son choix (19).

(17) Pour d'autres exemples voir F. COLLIN, *The Formation of a European Capital Market*, p. 59 et suiv.

(18) A. NUSSBAUM, *Money in the Law*, Foundation Press, 1950, p. 387 et suiv.

(19) Les dispositions de paiement suivantes figurent dans le prospectus Loan Association of Seven Copenhagen Municipalities:

« Payment of interest and reimbursement of principal shall be made in the currency issued by the country in which the paying bank is located (hereinafter called 'the currency of payment').

Not less than fifteen working days prior to any due date for the payment of interest

Toutefois, l'unité de compte est plus équitable que la clause d'option de change. Avec celle-ci l'obligataire a la faculté de demander le remboursement du principal ou le paiement des intérêts dans plusieurs monnaies sur la base de la parité existant entre ces monnaies à la date de l'émission de l'emprunt. En cas de réévaluation d'une des monnaies de l'option de change, le créancier exigera naturellement le remboursement de l'obligation en la monnaie réévaluée et le débiteur verra sa dette augmenter dans la proportion de la réévaluation de la monnaie de paiement pour autant que celle-ci ne soit pas sa monnaie nationale. Si la monnaie nationale de l'emprunteur est réévaluée, sa dette restera constante car la monnaie de l'emprunteur deviendra la monnaie du paiement.

Au contraire, si le débiteur s'est endetté en unités de compte, la réévaluation d'une ou de plusieurs monnaies de référence autre que la sienne, mais non de toutes, n'affectera pas la valeur de l'unité de compte ou la charge de sa dette. Si la monnaie nationale de l'emprunteur est parmi les monnaies réévaluées, sa dette en unités de compte sera diminuée proportionnellement à la réévaluation de sa monnaie. En cas de réévaluation de toutes les monnaies de référence, l'unité de compte s'indexera sur la monnaie de référence la moins réévaluée, tandis que, dans ce cas, l'obligataire bénéficiant

or the reimbursement of principal (hereinafter called 'the Maturity Date'), each bondholder may give notice to one of the paying banks hereinafter listed (which shall promptly inform the Trustee of such notifications) of the reference currency on the basis of which conversion of the Unit of Account into the currency of payment is to be made. After consultation with the paying banks the Trustee shall, without liability on its part, choose such reference currency on behalf and in the interest of all bondholders who have not made a timely choice as aforesaid.

The reference currency so chosen may be any one of the reference currencies listed in the definition of the Unit of Account. The Unit of Account shall be converted into said reference currency on the basis of the relation between the gold value of that reference currency and the value of the Unit of Account at 00:01 A.M. GMT on the Maturity Date. The amount of interest or principal, expressed in said reference currency, shall be converted into the currency of payment at the prevailing exchange rate on the date of payment by the paying bank.

Not less than three business days prior to the Maturity Date, the Municipalities shall make available to the Trustee the funds reasonably estimated by the Trustee to be necessary to meet the Municipalities' obligation on the Maturity Date, in the reference currency or currencies chosen as aforesaid on the basis of the rules of conversion stated above. On or promptly after the Maturity Date, the Municipalities shall make such additional payment to the Trustee, or the Trustee shall make such refund to the Municipalities, as may be necessary as a result of any change in the value of the Unit of Account or in the gold value of the reference currency or currencies prior to 00:01 A.M. GMT on the Maturity Date ».

d'une option de change classique, demandera naturellement à être payé dans la monnaie *la plus réévaluée*.

Deux exemples concrets révéleront plus clairement la distinction entre l'unité de compte et l'option de change. En 1958, la République Autrichienne émit un emprunt de 25 millions de dollars aux Etats-Unis remboursable en dollars à New York, en schillings autrichiens à Vienne sur la base de 25 S pour \$1, en livres sterling à Londres sur la base de \$2,80 pour £1, et en marks à Frankfort sur la base de DM 4,20 pour \$1. En d'autres termes, une obligation de \$100 est payable respectivement au taux de DM 420 à Frankfort, £35 14s. à Londres et 2.500 S à Vienne. A la suite de la réévaluation de 5% du DM en 1961, les porteurs de titres de cet emprunt présentant leurs obligations au paiement à Frankfort recevront DM 420 valant \$105, la parité du DM vis-à-vis du \$ ayant été ajustée de DM 4,20 à DM 4 au \$. La République Autrichienne a donc vu la charge de son emprunt augmenter de 5% dans la mesure où les obligataires ont réclamé le paiement en DM.

Le 1^{er} février 1961, la SACOR (20) emprunta 5 millions d'unités de compte européennes. La réévaluation du DM et du Florin et la dévaluation subséquente de la couronne islandaise n'affectèrent pas la valeur de l'unité de compte, toutes les monnaies de référence n'ayant pas changé de parité, ni la charge de la SACOR, l'écu portugais n'ayant pas changé de parité. Toutefois, les souscripteurs en DM et en Florins ayant payé respectivement DM 420 et 379 Florins pour 100 unités de compte seront remboursés sur la base de DM 400 et 362 Florins valant toujours 100 unités de compte. Les souscripteurs en DM et en Florins auront donc perdu le bénéfice de la réévaluation de leur monnaie nationale.

En cas de dévaluation de toutes les monnaies de référence, l'obligation avec option de change et l'obligation en unités de compte suivront le même sort et s'indexeront sur la monnaie la moins dévaluée.

La charge de l'emprunt en unités de compte est donc fréquemment moins lourde que celle d'un emprunt avec option de change ou que celle d'un emprunt en une devise étrangère relativement plus forte que la monnaie nationale de l'emprunteur. En fait, du moment qu'un emprunteur est forcé d'emprunter dans une monnaie étrangère, il est fréquemment plus avantageux pour lui d'em-

(20) Sociedade Anónima Concessionária da Refinação de Petroleos em Portugal.

prunter en unités de compte qu'en une quelconque monnaie étrangère, étant donné que, dans la majorité des cas, il ne pourra mobiliser des capitaux qu'en une monnaie relativement plus forte que la sienne, c'est-à-dire dans une monnaie qui a plus de chances d'être réévaluée ou moins dévaluée par rapport à sa propre monnaie.

3. La conversion de l'unité de compte en monnaies nationales.

L'unité de compte n'étant pas, ou pas encore du moins, un moyen de paiement (legal tender), mais un étalon de valeur, les souscripteurs d'obligations libellées en unités de compte doivent souscrire et recevoir le principal et l'intérêt des obligations par l'intermédiaire d'une monnaie nationale. Il est donc nécessaire d'entrer et de sortir de l'unité de compte par le canal d'une monnaie nationale.

Depuis le retour à la convertibilité de la plupart des monnaies européennes, les transferts de capitaux entre pays à monnaie convertible se font par l'intermédiaire du marché officiel c'est-à-dire au cours proche de la parité déclarée au Fonds Monétaire International qui, en vertu des statuts du FMI, ne peut s'écarter de plus de 1% de cette parité (21).

Les cours des monnaies fluctuant les uns par rapport aux autres sur les marchés des changes, l'emprunteur en unités de compte choisira naturellement la monnaie de référence la plus forte comme base de conversion de l'unité de compte, afin d'obtenir le maximum de monnaie nationale en contrepartie des unités de compte empruntées. Ainsi, d'après les variations de cours des différentes monnaies de référence, les souscriptions aux obligations en unités de compte se sont généralement faites en monnaies nationales, mais sur la base de la monnaie la plus forte. Dans l'hypothèse où le DM est la monnaie la plus forte sur le marché des changes, les souscriptions se feront sur la base de la parité officielle du DM vis-à-vis de l'unité de compte, soit 4 DM par unité de compte. Les souscripteurs devront donc verser suffisamment de monnaie natio-

(21) « The maximum and the minimum rates for exchange transactions between the currencies of members taking place within their territories shall not differ from parity (i) in the case of spot exchange transactions, by more than one percent... ». Article IV, Section 3. Par décision du 24 juillet, 1959 le Conseil Exécutif du FMI a porté cette marge à 2% de la parité.

nale pour permettre à la banque centralisatrice de faire bénéficier l'emprunteur du cours de change le plus favorable.

L'emprunteur recevant en contre-valeur de ses unités de compte le maximum de monnaie nationale sur la base de la monnaie de référence la plus forte, il est équitable que l'obligataire puisse bénéficier du même avantage au moment du remboursement du principal ou du paiement des intérêts. Dans ce cas, le porteur d'obligations a la faculté de choisir la monnaie de référence sur la base de laquelle lui sera payée sa créance en unités de compte. En l'absence de ce choix, le trustee de l'emprunt choisira au mieux des intérêts des obligataires la monnaie de référence servant de base aux opérations de conversion. Toutefois, il est important de souligner que la monnaie de référence par laquelle l'on entre et l'on sort de l'unité de compte n'est pas nécessairement la monnaie dans laquelle sont transférés les fonds à l'emprunteur, ni les monnaies dans lesquelles sont payés le principal et l'intérêt des obligations. En effet, tous les avantages de la monnaie de référence peuvent être acquis tant à l'emprunteur qu'à l'obligataire sans que le transfert effectif de fonds se fasse dans cette monnaie. Dans ce cas, la monnaie de conversion est elle-même une sorte d'unité de compte servant à passer d'une monnaie nationale quelconque à l'unité de compte et vice versa.

En résumé, les souscriptions aux obligations en unités de compte se font en n'importe quelle monnaie convertible, et presque toujours dans la monnaie nationale du souscripteur, qui verse suffisamment de monnaie nationale pour acquérir des unités de compte sur la base de la monnaie de référence la plus forte (22). Au stade de la souscription, les banques guichets ne reçoivent donc généralement que leur monnaie nationale. Le transfert du produit de l'emprunt à l'emprunteur se fait en une ou plusieurs monnaies qui ne sont pas nécessairement la ou les monnaies de référence les plus fortes, mais au taux de conversion de la monnaie qui a servi de base pour les souscriptions. La même procédure se répète lors du remboursement des obligations et du paiement des intérêts.

Etant donné l'importance croissante des transactions financières entre les différents pays à monnaies fortes, il semblerait que la con-

(22) Au cas où l'emprunteur en unités de compte renonce à son droit d'exiger le paiement des souscriptions sur la base de la monnaie de référence la plus forte et se contente d'une monnaie de référence moins forte, cette renonciation peut sensiblement améliorer les conditions financières de l'emprunt.

version des montants en cause et leur transfert à l'emprunteur ou aux obligataires puissent difficilement perturber sérieusement les marchés des changes.

4. L'unité de compte et la clause-or (23).

Une clause-or est une disposition qui fait dépendre la valeur d'une dette d'un poids d'or fin. Ceci peut être accompli par une disposition prévoyant le paiement de la dette en monnaies-or, franc-or, livre-or, etc. (clause espèces-or, gold coin clause) (24) ou par une disposition prévoyant le paiement de la dette en monnaie nationale équivalant à un certain poids d'or ou à une certaine monnaie-or (clause valeur-or, gold value clause). Dans les deux cas, le créancier désire préserver la valeur de sa créance en la rattachant au prix de l'or (25).

Dans cette perspective, l'unité de compte est-elle une clause d'or? Comme nous l'avons vu plus haut, la valeur actuelle de l'unité de compte est exprimée en un poids d'or fin. Toutefois, cette référence à un poids d'or sert uniquement à établir la valeur entre l'unité de compte et les diverses monnaies de référence elles-mêmes exprimées, directement ou indirectement, en poids d'or (26). D'autres métaux ou denrées pourraient être substitués à l'or pour établir les parités entre l'unité de compte et les monnaies de référence. Il est plus simple toutefois de recourir à l'or comme commun dénominateur, ce métal étant l'étalon de valeur du système monétaire mondial.

(23) Voir, F. A. MANN, *The Legal Aspect of Money*, Oxford, 2nd Ed., 1963, p. 103 et suiv.

(24) NUSSBAUM, *op. cit.*, p. 229 et suiv.

(25) Les clauses-or sont valables dans de nombreux pays européens, soit pour les transactions dites « internationales », soit pour les transactions conclues après une certaine date, soit avec approbation des autorités de change. [Belgique (A.R. 11 Avril 1935; R. PIRET, *Le passé et le présent des clauses de garantie contre les fluctuations de la monnaie et des prix*, Revue de la Banque, 1950, pp. 145, 160; Civ. Brux., March 8, 1949, « Journ. Trib. », 1949, p. 450); Danemark (Loi du 27 Novembre 1936); France (Cass. 17 Mai 1927, D.P. 1928, I.25; MANN, *op. cit.*, p. 125); Allemagne (Werner Durkes, *Wertsicherungsclauseln*, 1961, pp. 85-88); Luxembourg (Arrêté Grand-Ducal, 14 Mai 1935; L. MBTZLER, *Mélanges de Droit Luxembourgeois*, 1949, p. 192); Hollande (Loi du 24 Mai 1937; K. DUDEN, *Empfehlen sich Gesetzliche Bestimmungen über die Wertsicherung?*, 1953, p. 37); Portugal (Codigo Civil Portugues, art. 723-727); Suisse (H. GUISAN, *La dévaluation du franc suisse et ses effets de droit civil*, 1937, p. 290); Angleterre (Feist v. Soc. Intercommunale Belge d'Electricité [1934], A.C. 1961; MANN, *op. cit.*, p. 126); Italie et Suède (cf. NUSSBAUM, *op. cit.*, pp. 280-299).

(26) Articles of Agreement of the IMF, Article IV, Section 1 (a).

Cette simple référence à l'or ne transforme pas l'unité de compte en une clause-or (27). En effet la valeur de l'unité de compte varie en fonction des variations de valeur des monnaies de référence et s'indexe, en principe, sur la monnaie la plus stable. Au cas d'une augmentation généralisée du prix de l'or, c'est-à-dire d'une dévaluation généralisée des monnaies de référence, l'unité de compte dévaluerait par rapport à l'or dans la proportion de la monnaie de référence la moins dévaluée, et le prix de l'or exprimé en unités de compte augmenterait dans la même proportion. Inversement en cas d'abaissement généralisé du prix de l'or c'est-à-dire d'une réévaluation généralisée des monnaies de référence, l'unité de compte serait réévaluée par rapport à l'or dans la proportion de la monnaie la moins réévaluée, et le prix de l'or exprimé en unités de compte diminuerait dans la même proportion.

L'unité de compte n'est donc pas rattachée au prix officiel ou libre de l'or et n'en sera affectée que pour autant que le prix officiel de l'or ait une influence sur les parités des monnaies de référence.

Comme son nom l'indique, l'unité de compte est une monnaie artificielle dont la valeur est basée sur les rapports de parités des 17 monnaies de référence entre elles. Elle est incontestablement une clause de valeur ou d'indexation, mais elle n'a rien d'une clause-d'or.

Par ailleurs, il n'est pas sans utilité de rappeler que les Etats et leurs Banques centrales ont utilisé l'unité de compte, au sein de l'Union Européenne de Paiements et de l'Accord Monétaire Européen, depuis de longues années et qu'en conséquence, si des gouvernements n'hésitent pas à se référer à cette unité de compte il est licite pour des particuliers de faire de même (28).

En conclusion, il faut souligner que l'idée fondamentale de l'unité de compte indexée sur 17 monnaies européennes est simple, quoique sa définition soit compliquée étant donné la nécessité juridique de prévoir toutes les hypothèses monétaires, même les plus improbables.

JEAN L. BLONDELL

(27) cf. NUSSBAUM, *op. cit.*, p. 236: « However, the affix 'gold' used in connection with a monetary unit does not necessarily indicate a unit based on a gold clause; it may constitute a legally irrelevant reference to a historical relation to gold »; G. DELAUME, *Gold and Currency Clauses in Contemporary International Loans*, Am. J. of Comp. Law, Vol. 9, No. 2, Spring, 1960, pp. 199, 215-216.

(28) Les Ministères des Finances et/ou les Banques centrales des pays suivants: Portugal, Norvège, Italie, Finlande, Danemark, Hollande, Belgique et Luxembourg ont approuvé et/ou autorisé l'usage de l'unité de compte dans les emprunts mentionnés dans la note 5 supra.