

THESIS / THÈSE

MASTER EN SCIENCES ÉCONOMIQUES

Les placements des compagnies d'assurance sur la vie

Rolin, Patrick

Award date:
1969

Awarding institution:
Universite de Namur

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal ?


Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

FACULTÉS UNIVERSITAIRES NOTRE-DAME DE LA PAIX — NAMUR
FACULTÉ DES SCIENCES ÉCONOMIQUES ET SOCIALES

Année Académique 1968-1969

**LES PLACEMENTS
DES COMPAGNIES D'ASSURANCES SUR LA VIE**



Patrick ROLIN

*Mémoire présenté en vue de l'obtention du grade
de licencié en sciences économiques et sociales.*

Directeurs du Mémoire :

MM. F. HERMAN

G. BLAMPAIN

AVANT - PROPOS

C'est à Monsieur Herman que nous devons le thème de ce travail ; qu'il veuille bien trouver ici l'expression de nos très vifs remerciements pour la qualité de son enseignement et les conseils qu'ils nous prodigua.

Notre plus grande reconnaissance va également à Monsieur Blampain qui nous a fait profiter de l'aide précieuse de son expérience professionnelle dans le domaine de ce travail.

Notre gratitude va également aux nombreux assureurs belges et étrangers, aux membres des services de contrôle des assurances, et à toutes les personnes qui ont eu l'amabilité de nous renseigner au cours de l'élaboration de ce mémoire.

+
+ +

T A B L E D E S M A T I E R E S .

	page
<u>INTRODUCTION</u>	IV
<u>CHAPITRE I</u> : L'ASSURANCE SUR LA VIE ; quelques éléments théoriques	
SECTION 1. La nature du contrat d'Assurance.....	2
SECTION 2. Les fonctions des entreprises d'assurance-vie	4
SECTION 3. Le calcul de la prime et les réserves mathématiques	7
SECTION 4. Le choix des placements :	
§ 1. Les risques afférents à la valeur boursière de l'actif	12
§ 2. Les risques afférents au rendement de l'actif	23
SECTION 5. Conclusions	29
<u>CHAPITRE II</u> : LES PLACEMENTS DES COMPAGNIES D'ASSURANCE -VIE EN BELGIQUE.	
SECTION 1. La législation	
§ 1. La loi de contrôle belge	31
§ 2. Comparaison avec l'étranger	38
SECTION 2. L'évolution des placements des Compagnies d'assurance-vie en Belgique	41
§ 1. Répartition des placements selon les catégories légales	41
§ 2. Répartition des principaux actifs financiers selon leur degré de liquidité	48
§ 3. Conclusions	49
SECTION 3. La politique de placement des Compagnies d'assurance-vie en Belgique	53

§ 1. Les facteurs explicatifs	
A. Les facteurs économiques	53
B. Les facteurs techniques	60
C. Les facteurs psychologiques	62
§ 2. Résultats de l'enquête	64
SECTION 4. Conclusions	74
 <u>CHAPITRE III : L'ASSURANCE SUR LA VIE ET LA DIMINU-</u> <u>TION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE</u>	
SECTION 1. Le risque monétaire	76
§ 1. L'assurance-vie et la monnaie	76
§ 2. Risque monétaire et risques assurables ..	77
SECTION 2. Les différentes méthodes de protec- tion du pouvoir d'achat du capital assuré	
§ 1. La participation aux bénéfices	81
§ 2. Introduction partielle ou totale du système de répartition	83
§ 3. La police d'investissement	86
§ 4. La clause d'indexation	93
§ 5. La clause de progression tarifaire	102
SECTION 3. Conclusions	107
<u>CONCLUSIONS</u>	109
 <u>ANNEXES</u>	
Annexe I : Assurance-vie et imposition des revenus en Belgique	112
Annexe II : Frais généraux et soldes bénéfi- ciaires des Compagnies d'assurance- vie en Belgique	118
Annexe III : Statistiques.	126

tableau 1. Analyse des ressources du secteur financier consolidé de différents pays	126
tableau 2. Répartition des placements des Compagnies d'assurance-vie dans différents pays (1966).....	127
tableau 3. Répartition des placements courants des Compagnies d'assurance-vie installées en Belgique (1952-66)	128
tableau 4. Emissions de valeurs mobilières sur le marché national et achats ou ventes nets des Compagnies d'assurance-vie en Belgique (1952-66)	129
tableau 5. Principaux postes des Bilans et Comptes de Pertes et Profits consolidés des Compagnies d'assurance-vie installées en Belgique (1933-66)	130
Annexe IV : Liste des principaux textes législatifs concernant le contrôle des Compagnies d'assurance-vie en Belgique	132
<u>BIBLIOGRAPHIE</u>	134.

I N T R O D U C T I O N .

1. Depuis son origine, l'Homme se trouve confronté à deux contraintes qui influencent profondément son comportement et qui résultent d'une part de la rareté des biens et d'autre part du phénomène du Temps.
 - a) Pour satisfaire des besoins quasi illimités, les hommes ne disposent en effet que de ressources rares dont ils doivent faire un choix judicieux en les affectant aux meilleurs emplois.

Pour résoudre ce problème, ils ont développé au cours des âges un ensemble de techniques de plus en plus affinées qui sont généralement groupées sous le vocable "Economique".

- b) Le phénomène du Temps place l'Homme et ses projets devant le problème de l'Incertitude. Les hommes s'y sont d'abord soumis avec résignation ; les mythes, les légendes et les images du surnaturel les aidaient à la supporter, tandis que l'entraide et la charité permettaient d'en atténuer les effets néfastes. Cependant peu à peu les hommes sont parvenus à arracher au monde obscur du Hasard et de l'Incertitude des zones de plus en plus étendues de risques évaluables grâce au calcul des probabilités.

L'application la plus spectaculaire et la plus utile sans doute de ces calculs est la technique de l'Assurance. L'entreprise d'Assurance représente en effet un progrès immense dans la lutte contre les aléas du Temps car elle permet à l'individu de se protéger contre l'éventualité d'un grand nombre de risques qu'il n'aurait pu matérielle-

ment ou financièrement supporter seul.

2. Parmi les différents types d'assurances, l'assurance sur la vie occupe une place privilégiée, tant d'un point de vue qualitatif du fait qu'elle permet à l'assuré de protéger sa famille contre un des risques les plus graves qu'il ait à encourir (celui de son décès prématuré) que d'un point de vue quantitatif du fait que l'assurance-vie recueille une part très importante de l'ensemble des primes d'assurances (en Belgique : de 30 à 40 p.c.).

Les entreprises privées d'assurances sur la vie auxquelles nous limiterons notre étude présentent de plus un intérêt très grand pour l'économie d'un pays du fait qu'elles peuvent lui fournir de façon régulière et à long terme une masse de capitaux considérable. En effet, l'opération classique d'assurance-vie est organisée autour d'un élément principal : les réserves mathématiques de l'assureur. Ces réserves sont presque uniquement composées de titres rémunérateurs que l'assureur acquiert d'une part au moyen d'une partie des primes versées par les assurés et d'autre part au moyen des revenus procurés par les titres acquis précédemment ; ces réserves permettent à l'assureur de verser en temps voulu à l'assuré un capital qui sera au moins égal au capital souscrit.

Etant donné que la plupart des Compagnies d'assurance-vie travaillent suivant des tarifs assez semblables (sinon identiques dans un même pays), leurs prestations de base c'est-à-dire le capital assuré pour un certain montant de primes - sont relativement proches. Par contre les prestations globales - c'est-à-dire le capital effectivement versé - peuvent varier fortement d'une Compagnie à l'autre suivant les revenus que la Compagnie retire de ses placements.

3. En fait les revenus que l'assureur parvient à retirer de ses placements représentent sans doute le facteur le plus déterminant de la qualité du service d'assurance-vie.

L'opération d'assurance-vie est organisée sur la base de trois éléments : les tables de mortalité, les frais généraux des Compagnies et les revenus (minimum) escomptés des placements ; ces éléments sont calculés de telle façon que cette opération puisse présenter toutes les garanties de sécurité que l'assuré est en droit d'attendre des Compagnies qui lui vendent ce service. Mais si ces Compagnies doivent gérer les fonds qui leur sont confiés avec toute la prudence indispensable à la nature de leur service quasi public, elles ont aussi le devoir de faire profiter l'assuré de ce service au moindre coût. Or c'est essentiellement le volume des revenus qu'elles parviendront à retirer de leurs placements qui leur permettra de réaliser cet objectif.

Bien plus, c'est par le dynamisme de sa politique d'investissement que l'assureur pourra lutter le plus efficacement contre les effets d'un phénomène redoutable pour la plupart des assurés : la dépréciation du pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

L'assuré souscrit en effet une police d'assurance-vie pour un capital déterminé qui est exprimé en un certain nombre d'unités monétaires. Mais pour que l'opération d'assurance atteigne son but, il ne suffit pas que l'assureur s'acquitte de son engagement en versant le nombre d'unités monétaires inscrites au contrat ; il faudrait encore que cette somme ait une valeur réelle équivalente à celle pour laquelle le contrat fut souscrit. Or le contrat d'assurance-vie s'étendant généralement sur des périodes de 20, 30 ou 40 ans, il arrive trop souvent que les unités monétaires que l'assuré reçoit à

l'extinction du contrat ne valent plus qu'une fraction de ce qu'elles valaient au moment de sa souscription.

Il faudrait donc que l'entreprise d'assurance puisse verser à ses assurés un nombre d'unités monétaires croissant en fonction du temps et du taux de dépréciation de la monnaie. Le moyen le plus rationnel dont l'entreprise dispose à cette fin est de retirer de ses placements les revenus nécessaires pour adapter le niveau de ses prestations.

4. Notre propos dans ces pages est d'étudier l'efficacité du service d'assurance-vie en Belgique en analysant la politique de placement des Compagnies d'assurance-vie installées dans notre pays.

Nous exposerons d'abord les fondements sur lesquels s'établit l'opération d'assurance afin d'en déduire les éléments théoriques du choix des placements d'une Compagnie d'assurance-vie.

Nous nous attacherons ensuite à l'étude de la politique de placement des Compagnies établies en Belgique afin de la comparer avec les critères théoriques et d'estimer la façon dont ces assureurs remplissent leur fonction d'investissement.

Nous analyserons enfin les différentes techniques qui pourraient être mises en oeuvre pour combattre les effets de l'érosion monétaire afin d'en déduire les obligations que les assureurs belges devraient remplir pour pouvoir faire profiter leurs assurés d'un service réellement efficace.

CHAPITRE I

L'ASSURANCE SUR LA VIE : QUELQUES ELEMENTS THEORIQUES.

Les entreprises d'assurance-vie sont des investisseurs importants puisque dans de nombreux pays elles procurent plus de 10 p.c. des ressources du marché financier (1).

Leur activité d'investissement ne peut cependant être saisie de la même façon que pour les autres intermédiaires financiers car elle n'est en fait qu'un corollaire d'une première activité qui est l'assurance.

Nous analyserons donc dans ce chapitre la nature de cette opération d'assurance, les fonctions que remplissent les compagnies d'assurance-vie et les techniques qui sont généralement adoptées pour leur gestion ; nous en déduirons ensuite les éléments qui président à leur activité d'investissement.

(1) cfr. Annexe III, tableau 1.

SECTION 1. La nature du contrat d'Assurance.

J. Fourastié définit l'Assurance comme "une opération par laquelle un individu moyennant une contribution, la prime, acquiert pour lui ou pour un tiers/à prestation ^{un droit} en cas de réalisation d'un risque, cette indemnité étant versée par une entreprise ou un organisme qui, prenant en charge un ensemble de risques, les compense conformément aux lois de la statistique". (1).

Cette définition qui décrit fort bien le mécanisme et les rapports juridiques de l'opération d'Assurance a cependant un défaut important : elle ne fait aucune mention de la nature de ce contrat ou du besoin auquel répond cette opération.

Or l'individu qui s'adresse à une Compagnie d'Assurances lui demande un service : le couvrir contre certains risques, et cette demande est presque toujours motivée non par un calcul de moindre coût mais bien par l'impossibilité d'assumer seul la couverture du risque.

Quant à l'assureur, il s'engage par un contrat et moyennant un certain prix à assumer ces risques, cet engagement pouvant l'obliger à procurer une indemnité au cas où ces risques se réaliseraient.

La prestation éventuelle de l'assureur n'apparaît donc pas comme une fin de l'acte d'Assurance mais plutôt comme une conséquence de cet acte.

L'objet de l'opération d'Assurance n'est donc pas comme le présente Monsieur Fourastié un droit à prestation mais plutôt la

(1) J. Fourastié : "Les assurances au point de vue économique et social", p. 12.

tranquillité d'esprit qu'en retire l'assuré, ou comme le définit P. Dairien, un "sentiment de sécurité" : c'est ce sentiment de sécurité "qui constitue la contre-partie immédiate économique de la prime ou encore la satisfaction immédiate du besoin d'Assurance moyennant une dépense en prime. Et le règlement éventuel de l'indemnité ou de la prestation n'est qu'un service après vente de la Sécurité" (1).

Ainsi comprise, l'Assurance peut être placée de façon logique dans le cycle Production-Consommation puisque les producteurs de ce service offrent sur le marché et à différents prix différentes notions de sécurité que leur demande le public.

On ne peut cependant conclure de cette définition que les prestations de la Compagnie d'Assurance soient un élément secondaire du contrat, car si elles n'en forment pas l'objet, elles n'en sont pas moins un élément prépondérant puisqu'un mauvais service après vente dissiperait le sentiment de sécurité, dénouant ainsi le contrat d'Assurance.

+
+ +

(1) P. Dairien : "Essais sur quelques problèmes économiques d'Assurance", p. 17.

SECTION 2. Les fonctions des entreprises d'assurance-vie.

Nous avons vu que ces entreprises avaient pour fonction d'offrir un service d'un type particulier, à savoir un "sentiment de sécurité". Dans le cas de l'assurance-vie, les entreprises proposent leur service sous deux formes différentes qui peuvent d'ailleurs être combinées.

1. Les Compagnies d'assurance-vie offrent à l'assuré la possibilité de protéger sa famille (ou un tiers intéressé) contre le risque de son décès prématuré. Elles occupent dans l'offre de ce service une position monopolistique car elles sont les seules à être autorisées à l'offrir. Elles sont cependant limitées dans l'exploitation de ce monopole par le fait que l'Etat fixe généralement les éléments les plus importants du prix de leur service (tables de mortalité et taux de capitalisation).
2. Les Compagnies d'assurance-vie permettent aussi à l'assuré de se protéger contre le risque de vivre trop vieux (!) et de connaître ainsi des années de gêne ou de pauvreté (qui lui sont imposées par la Société et par sa santé !). Dans l'offre de ce service, les entreprises d'assurance sont concurrencées par un certain nombre d'intermédiaires financiers tels que caisses d'épargne, sociétés d'investissement, sociétés immobilières etc....

Elles possèdent cependant deux avantages sur leurs concurrents :

- 1°) Le souscripteur d'une police d'assurance-vie jouit de certains avantages fiscaux. On trouvera à l'annexe I une description précise de ceux-ci : ils résident d'une part dans la possibilité de déduire la prime du montant de ses revenus professionnels et d'autre part dans l'exonération fiscale des capitaux versés par la Compagnie en dehors des obligations du contrat.

La portée de cet avantage est cependant diminuée par deux faits. Le premier est que les carnets d'épargne jouissent également d'avantages fiscaux (exonération de la première tranche de 5.000,- F des revenus) et le second est que l'ampleur de ces avantages fiscaux dépend essentiellement de la durée de vie de l'assuré (du moins en ce qui concerne les avantages provenant de la déductibilité de la prime).

- 2°) Le second avantage que possèdent les Compagnies d'assurance-vie sur leurs concurrents est beaucoup plus important. Il consiste dans le fait que ces entreprises sont les seules à pouvoir offrir une combinaison entre l'épargne sous forme d'une assurance "en cas de vie" et la protection contre le décès prématuré sous la forme d'une assurance "en cas de décès". (il s'agit des assurances du type mixte).

+
+ +

Nous avons constaté dans ces deux sections la place tout à fait privilégiée qu'occupent les Compagnies d'assurance-vie dans la collecte de l'épargne des particuliers. En fait, les services qu'elles rendent semblent répondre à un besoin si impérieux et les combinaisons qu'elles permettent semblent avoir tant d'attraits qu'on pourrait s'attendre à leur voir occuper une place plus importante que celle qu'elles occupent en Belgique. En effet, selon la C.G.B.R., les Belges consacraient en 1966 environ 12 p.c. de leur épargne nette à ce genre de placement contre plus de 30 p.c. aux dépôts à terme et 35 p.c. aux placements immobiliers et hypothécaires.

Cette impression est d'ailleurs renforcée par une comparaison avec quelques pays étrangers puisque/les particuliers consacraient
on constate que

en 1965 à l'épargne contractuelle (1) une part de leur épargne nette totale s'élevant à 17 p.c. aux Pays-Bas, à 20 p.c. aux Etats-Unis, à 25 p.c. en Suède et à 50 p.c. en Grande Bretagne. En fait, seuls les Italiens (7 p.c.) et les Français (4 p.c.) semblent moins attirés que les Belges par ce genre de placement (2).

On pourrait se demander alors pour quelles raisons l'épargnant belge est moins attiré que la plupart de ses homologues occidentaux par l'assurance sur la vie et la recherche de ces raisons pourrait certainement faire l'objet d'une étude très intéressante. Nous nous limiterons dans ces pages à l'étude d'un des facteurs d'explication, à savoir la qualité des prestations des entreprises d'assurance-vie. Mais avant d'entreprendre l'analyse de ce problème, il faudrait rappeler quels sont les éléments théoriques de l'opération d'assurance-vie et les critères de choix des investissements qui en découlent.

+
+ +

(1) Le terme épargne contractuelle de même que le terme épargne-réserves utilisé par la C.G.E.R. englobe l'ensemble des assurances et des fonds de pensions.

(2) Source : Life Insurance Fact Book.

Le cas de la France peut être aisément expliqué par une fiscalité très désavantageuse, d'ailleurs supprimée en 1967.

SECTION 3. Le calcul de la prime et les réserves mathématiques.

1. L'assurance sur la vie est née vers la fin du 18ème siècle, bien après les assurances maritimes (14ème siècle) et certaines assurances terrestres (assurance contre l'incendie ...). Aussi n'est-il pas étonnant qu'au début le contrat d'assurance-vie fut conçu sur la même base annuelle que les assurances-dommages c'est-à-dire que la prime était recalculée chaque année en fonction du coût de couverture du risque pendant cette année. Ainsi l'assuré qui désirait protéger les siens contre son décès devait, pour le même capital assuré, payer une prime légère dans ses années de jeunesse mais bientôt coûteuse sinon exorbitante au-delà de la cinquantaine ; et ceci pour la raison très simple que la probabilité de décès croît avec l'âge (1).

2. Pour éviter que le coût de l'assurance ne devienne prohibitif, on a alors imaginé d'offrir à l'assuré pour une même prime payée chaque année un capital assuré qui irait en décroissant au fur et à mesure des années. Cette solution n'est pas nécessairement désavantageuse puisqu'elle correspond assez bien aux besoins du père de famille particulièrement désireux de protéger les siens de son décès durant les premières années alors que plus tard, il aura normalement accumulé suffisamment de richesses que pour compenser la baisse du capital assuré.

Cette solution a cependant deux inconvénients majeurs. Le premier est de limiter l'activité des Compagnies aux assurances en cas de décès. Le second réside dans le fait que le véritable danger qui guette une famille consiste moins en une mort pré-

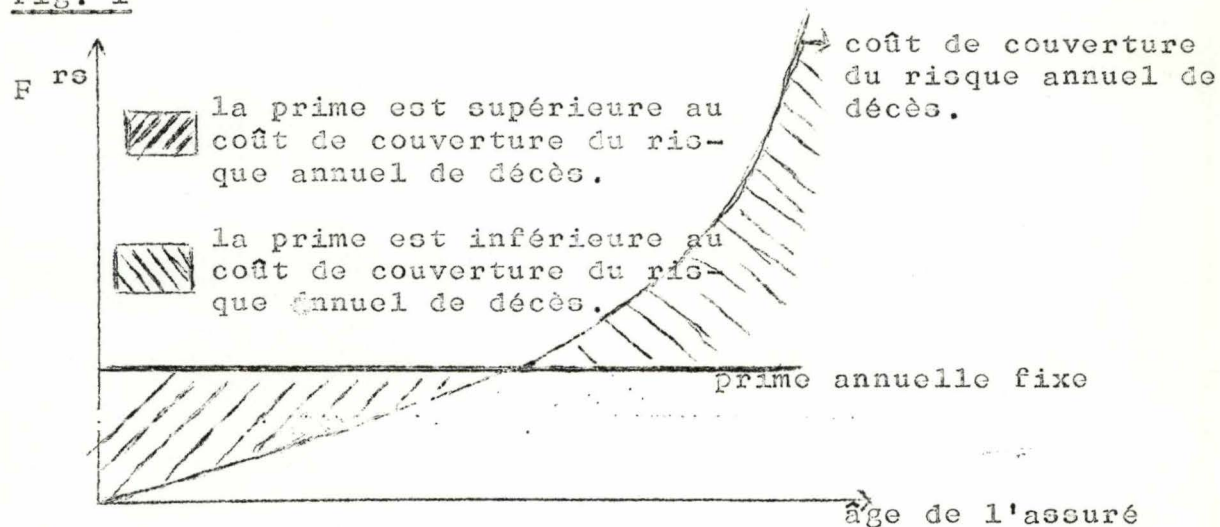
(1) A titre d'exemple, la table de mortalité belge (1959-63) donne pour les hommes les probabilités de décès suivantes : 0,0014 à 25 ans ; 0,005 à 45 ans ; 0,014 à 55 ans ; 0,035 à 65 ans.

maturée de son chef qu'en une détérioration grave de sa santé car ce risque, beaucoup plus fréquent que le premier, empêchera par sa réalisation l'accumulation de richesses indispensables pour compenser la baisse de valeur de l'assurance.

3. C'est pourquoi on en est bientôt arrivé à la solution actuelle où l'assuré s'engage à verser à intervalles réguliers la même prime, tandis qu'en contrepartie, l'assureur s'engage à verser un capital ou une rente déterminés en cas de réalisation du risque assuré.

Cette prime est calculée par les actuaires de telle sorte qu'étant supérieure à la couverture du risque annuel de décès durant les premières années, la Compagnie d'Assurance puisse accumuler ces fonds afin de compenser dans les années futures la part de risque qui excédera la prime (cfr. fig. 1).

Fig. 1



Cette partie de la prime qui, au début du contrat, excède la couverture annuelle du risque de décès, est ajoutée chaque année par la Compagnie à une réserve appelée réserve mathématique. Cette réserve mathématique est consacrée presque entièrement à l'achat d'actifs rémunérateurs dont les revenus cumulés accroîtront de façon considérable les fonds de la Compagnie après un certain nombre d'années.

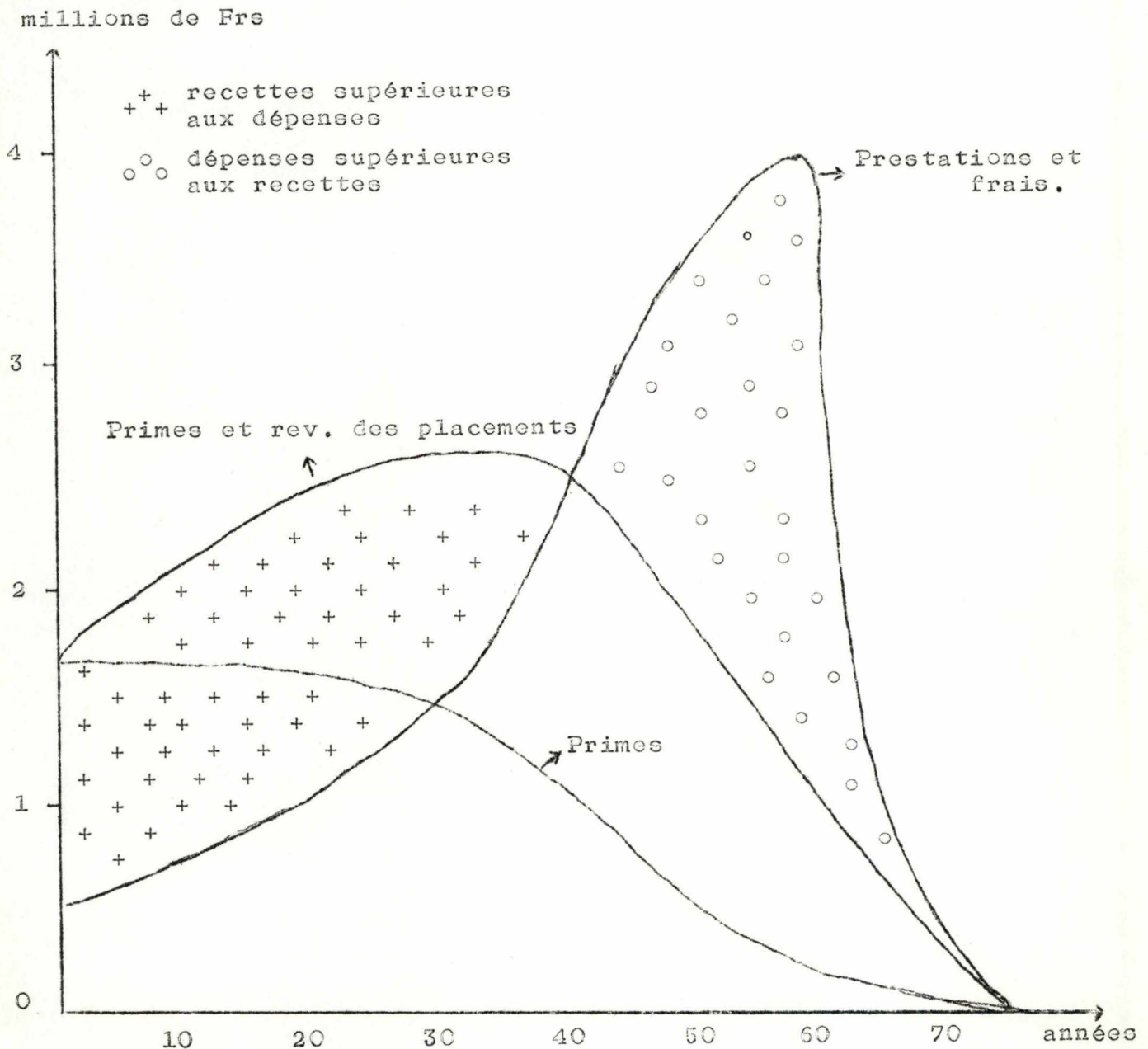
La prime annuelle fixe à laquelle on est arrivé est donc calculée sur base de trois éléments :

- 1° Le coût de l'assurance pure, c'est-à-dire le coût de la couverture du risque de décès de l'assuré pendant la durée du contrat.
- 2° Les frais généraux de la Compagnie.
- 3° Un taux d'intérêt qui est généralement de 3 ou 4 p.c. Ce troisième élément est un élément négatif puisqu'il diminue le montant de la prime en tenant compte du fait que l'assureur retirera des placements de ses réserves mathématiques un rendement (net) au moins égal à ce taux.

Pour illustrer ce mécanisme, prenons l'exemple d'un groupe de 1.000 assurés du même âge qui souscrivent la même année (à l'âge de 25 ans) des polices d'assurance "vie entière" pour le même capital (100.000,- F). La compagnie d'assurance encaissera chaque année un montant de primes qui ira en décroissant au fil des ans. Ces primes ne suffisent à couvrir les frais et prestations annuels de la Compagnie que jusqu'aux environs de la trentième année, mais du fait qu'une part importante de ces primes a pu être investie pendant les premières années, les réserves de la Compagnie s'accroissent encore pendant une dizaine d'années par les revenus qu'elle retire de ses placements.

Il arrive cependant un moment où les frais et les prestations de l'assureur dépassent le montant de ses recettes courantes ; ses réserves décroissent alors progressivement, mais la prime a été calculée de telle façon qu'elles suffisent toujours à couvrir les frais et les prestations jusqu'à l'extinction de la dernière police.

Fig. 2.



SECTION 4. Le choix des placements.

Nous avons vu que, pour des raisons essentiellement techniques, les entreprises d'assurance-vie accumulent des fonds considérables qui sont consacrés à l'achat d'actifs rémunérateurs.

L'activité de l'assureur se présente donc sous forme d'un diptyque : d'une part l'assurance proprement dite, et d'autre part l'investissement. Mais l'activité d'investissement est subordonnée à l'activité d'assurance en ce sens que l'assureur doit placer ses réserves mathématiques de façon à pouvoir respecter ses engagements envers les assurés.

En d'autres termes l'entreprise d'assurance-vie est un investisseur dont l'objectif immédiat est de retirer annuellement de ses placements un revenu qui soit au minimum égal à celui qui a été escompté dans le calcul des primes. Il y a en fait de multiples façons d'atteindre cet objectif étant donné que le taux de rendement utilisé pour le calcul des primes est toujours très inférieur aux taux d'intérêt (nets) à long terme du marché (ce taux est en effet généralement de 3 ou 4 p.c.).

Les placements - c'est-à-dire les biens ou les titres que l'investisseur acquiert dans le but de faire fructifier son capital - se présentent sous la forme de deux termes complémentaires : la valeur et le rendement (1) ; et l'investisseur choisit un placement en fonction des risques afférents à ces termes :

(1) En d'autres termes, tout placement procure un certain revenu, ce revenu peut provenir d'une part du rendement immédiat du placement (loyer d'un immeuble, intérêts d'une obligation, dividendes d'une action) et d'autre part des bénéfices éventuels réalisés lors de sa vente ou de son remboursement soit du fait de la plus-value (actions, immeubles), soit du fait de modalités d'émission ou de remboursement (obligations).

- risques afférents à la valeur du placement : risques de fluctuation de cette valeur et mesure dans laquelle il peut être vendu aisément à court terme sans encourir de perte.
- risques afférents au rendement du placement : risques de fluctuation de ce rendement et mesure dans laquelle ce rendement ne peut être déterminé avec précision.

Nous chercherons donc à établir les critères que l'assureur doit suivre dans le choix de ses placements en étudiant la façon dont il doit tenir compte de ces différents risques.

§ 1. Les risques afférents à la valeur boursière de l'actif (1).

Les principaux ouvrages en matière d'assurance-vie ainsi que la plupart des assureurs que nous avons interrogés attachent une importance extrême à la stabilité de la valeur boursière des actifs représentatifs des réserves mathématiques. Leur raisonnement peut être présenté comme suit : "Les Compagnies d'assurance -vie ne sont pas des investisseurs mais des vendeurs de Sécurité qui, contractant des engagements nominaux à long terme, doivent être certains de pouvoir à tout moment les respecter, c'est-à-dire qu'ils doivent être assurés (sans jeu de mots !) de retrouver à tout moment dans leurs réserves ou les actifs qui les représentent le montant exact qu'ils y ont déposé (augmenté de 3 ou 4 p.c. d'intérêts)".

Ce raisonnement est certainement susceptible d'inspirer la confiance de l'assuré mais en fait il ne correspond aucunement à la réalité, ainsi que nous allons le constater.

(1) Afin de simplifier la présentation, nous supposerons que les placements consistent en actifs financiers, mais les conclusions s'appliquent également aux placements (par ex.) en immeubles.

Une stabilité fondamentale de la valeur boursière et un degré de liquidité élevé (qui n'est le plus souvent qu'un corollaire du premier terme) ne sont en effet des objectifs qui ne doivent être poursuivis qu'en raison d'un seul besoin : celui de devoir se former à tout moment et rapidement des encaisses liquides. Ce besoin de liquidités ne peut résulter dans le chef de tout agent économique que de deux motifs :

- soit d'un motif de précaution : pouvoir faire face à toute obligation imprévue susceptible de se présenter.
- soit d'un motif de spéculation : pouvoir profiter d'une occasion (temporaire) de placement plus intéressante que les autres.

Analysons donc successivement l'importance que peut représenter chacun de ces motifs pour une Compagnie d'assurance-vie et nous découvrirons ainsi le poids des risques cités plus haut dans le choix de ses placements.

1) Le motif de précaution.

Les assureurs sont des intermédiaires financiers qui prennent des engagements fixes (en termes nominaux) à long terme sous la forme de polices d'assurance dont l'extinction est soit fixée (assurances en cas de vie), soit connue avec un degré d'incertitude très faible (assurances en cas de décès).

La structure temporelle de leurs obligations apparaît donc comme extrêmement rigide. Deux éléments relâchent cette rigidité sous la forme de deux droits accordés à l'assuré : droit de racheter sa police et droit d'obtenir des prêts sur sa valeur de rachat.

Donc les seuls besoins de liquidités qu'une Compagnie d'assurance-vie peut éprouver par motif de précaution résultent uniquement de la portée des trois risques suivants :

- risque de devoir faire face à des obligations imprévues du fait que la mortalité effective s'avère être supérieure à celle des tables.
- risque de voir un nombre important d'assurés racheter leurs polices.
- risque de devoir consentir des prêts sur un nombre élevé de polices.

Nous avons déjà vu que le premier de ces risques était pratiquement inexistant et de fait on ne constate jamais que des bénéfices dans ce domaine.

Les deux autres risques peuvent être traités conjointement en ce sens que l'assureur ne devra s'en soucier qu'au cas où ses recettes courantes pourraient ne pas suffire à les couvrir.

Rappelons la composition de la balance des opérations d'une Compagnie d'assurance-vie :

RECETTES.

1. Primes
2. Revenus des placements
(y compris remboursements
et réalisation de titres)

DEPENSES.

1. Paiement de capitaux
et rentes
2. Rachats de polices
3. Prêts sur polices
4. Frais généraux.

Or les bilans consolidés élaborés par le service de contrôle des assurances belges (1) montrent que les Compagnies ont toujours encaissé un montant de primes de deux à trois fois supérieur au montant des rachats et prêts sur polices :

Années	Rachats et Prêts en % des primes encaissées	Années	Rachats et Prêts en % des primes encaissées
1933	33	1950	36
1934	36	1951	33
1935	38	1952	31
1936	34	1953	31
1937	31	1954	31
1938	33	1955	29
1939	51	1956	29
1940	51	1957	30
1941	43	1958	31
1942	22	1959	27
1943	14	1960	29
1944	13	1961	34
1945	20	1962	34
1946	31	1963	33
1947	36	1964	32
1948	37	1965	30
1949	35	1966	33

(1) Nous citons le cas des compagnies d'assurance-vie installées en Belgique car ce sont les seules sur lesquelles nous possédions des renseignements statistiques suffisamment complets. Cependant des études similaires faites par Brimmer et Clayton montrent que les statistiques américaines et anglaises donnent des résultats très proches de ceux des statistiques belges. Le service de contrôle des assurances a été établi en Belgique en 1931 et a publié des statistiques à partir de 1933.

On voit donc que les besoins d'encaisses à court terme des Compagnies d'assurance sont très amplement couverts par une part seulement de leurs recettes courantes.

Cependant cette comparaison pourrait ne pas être pleinement significative car les Compagnies doivent peut-être faire face à des frais généraux imprévisibles. Or même en prenant la totalité de leurs frais généraux, on constate que la somme des frais généraux, rachats et prêts sur polices fut rarement supérieure à 65 % des primes encaissées annuellement au cours de cette période (1).

Bien plus, à part les années 39 et 40, l'encaissement des primes a toujours suffi à lui seul à couvrir aisément les dépenses totales des Compagnies (2).

Evidemment, ces statistiques étant annuelles et relatives à l'ensemble des Compagnies, il se peut que les résultats ne soient pas applicables à certains cas (par exemple à très court terme pour une entreprise dont l'encaissement de primes est très irrégulier) ou à certaines Compagnies (par exemple celles qui débutent ou celles qui périclitent).

(2) Les dépenses totales c'est-à-dire la somme des prestations (capitaux + rentes + rachats), prêts sur polices et frais généraux annuels représentent en effet en moyenne 35 % des primes encaissées au cours de ces 34 ans ; en 1939 et 1940, le rapport était de 110 %. Or, il faut ajouter à l'encaissement des primes celui des revenus courants des placements ; comme ce dernier forme environ un quart des recettes, on voit que les Compagnies d'assurance-vie sont perpétuellement en excédent de liquidité (cfr. Annexe III, tableau 5).

(1) Cfr Annexe III, tableau 5.

Nous adopterons alors la conclusion suivante : les Compagnies d'assurance-vie n'ont pratiquement aucun problème de trésorerie de sorte qu'elles ne doivent consacrer par souci de précaution qu'une part minime de leur portefeuille à des actifs "liquides" (par exemple Fonds d'Etat) souvent moins rémunérateurs.

2) Le motif de spéculation.

Les assureurs sont placés devant la nécessité absolue de devoir retirer de leurs placements un revenu au moins égal à celui qui a été escompté pour le calcul des primes.

On conçoit donc aisément qu'avec la masse de capitaux qu'il gère, l'assureur puisse désirer posséder à la fois des encaisses importantes et des placements aisément négociables afin de pouvoir profiter d'occasions de placement intéressantes.

Il semble cependant que les assureurs ne se livrent pas à de telles spéculations (1) car, d'une part l'évolution de leurs encaisses montre que celles-ci sont restées fondamentalement stables au cours de ces trente dernières années, et d'autre part une tradition profondément répandue dans ces milieux financiers est très opposée aux comportements de ce genre, et enfin le marché des capitaux leur permet rarement de telles spéculations.

(1) Notons que nous n'utilisons nullement ce terme dans un sens péjoratif trop souvent utilisé ("le boursicotteur") ; la spéculation sur base d'études sérieuses et d'une connaissance approfondie du marché est une pratique parfaitement normale et légitime pour l'investisseur qui en a la possibilité.

a) L'évolution des encaisses courantes.

Le tableau suivant montre que les encaisses des Compagnies d'assurance-vie sont restées très stables dans l'ensemble et qu'en tous cas les années où elles ont connu des hausses plus fortes, celles-ci ne peuvent certainement pas être dues à des motifs spéculatifs (seules les années 1959-1960) pourraient poser un problème si on ne se rappelait pas les événements du Congo qui ont provoqué des rapatriements de capitaux considérables).

Années	Encaisses courantes exprimées en p.c. des actifs totaux	Années	Encaisses courantes exprimées en p.c. des actifs totaux.
1933	3,5	1950	1,7
1934	3,3	1951	2,1
1935	2,6	1952	1,8
1936	1,8	1953	2,-
1937	1,5	1954	1,8
1938	1,8	1955	1,7
1939	1,6	1956	1,3
1940	2,2	1957	1,2
1941	3,3	1958	1,1
1942	2,6	1959	2,5
1943	2,1	1960	2,4
1944	4,9	1961	1,-
1945	3,8	1962	0,9
1946	2,2	1963	0,9
1947	2,-	1964	1,-
1948	1,9	1965	0,9
1949	1,6	1966	0,9

De toutes façons, le montant même de ces encaisses est à ce point peu important qu'elles ne semblent guère pouvoir servir à d'autres fins qu'aux paiements courants.

b) La tradition.

En fait, on comprend aisément que les assureurs ne conservent aucune encaisse dans un but spéculatif car "il vaut mieux retirer quelque chose de son argent que de n'en rien retirer du tout". Il leur reste alors deux sources pour se procurer à court terme les moyens de spéculer : l'emprunt et les placements à haut degré de liquidité.

L'analyse d'un certain nombre de portefeuilles de Compagnies ainsi que les interviews que nous avons eues avec des assureurs nous confirment en fait dans le sentiment qu'il n'existe presque aucune spéculation sur de telles bases.

Il semble en effet que les Compagnies d'assurance-vie n'empruntent jamais à d'autres organismes financiers dans un but d'investissement et ceci, non seulement en raison d'un calcul de rentabilité mais essentiellement à cause d'une tradition fermement établie qui est basée sur le sentiment qu'un organisme de ce genre ne doit pas recourir à l'emprunt dans de tels buts car ces pratiques ne sont pas compatibles avec les fonctions d'assureur.

Reste alors la possibilité de se procurer les liquidités désirées en vendant des actifs aisément négociables, actifs qui forment d'ailleurs une part substantielle du portefeuille global des Compagnies (entre 15 et 35 p.c.). L'analyse que nous avons faite de quelques portefeuilles de Fonds d'Etat de Compagnies d'assurance-vie nous a fait

constater que les ventes de ces actifs avant leur échéance portaient sur des volumes inférieurs à 4 p.c. de ces portefeuilles et donc inférieurs à 1,5 p.c. de l'ensemble des portefeuilles-titres ; ainsi même au cas où toutes ces ventes étaient faites dans le but de se procurer des liquidités en vue de placements jugés plus intéressants, la conclusion n'en est pas moins que s'il existe parfois des comportements spéculatifs, ils restent extrêmement limités.

c) Le Marché des capitaux.

Nous avons vu dans les deux paragraphes précédents qu'un certain nombre d'indices permettaient de penser que les entreprises d'assurance-vie n'affectaient guère de comportement spéculatif dans leur politique d'achat d'actifs financiers. Cette opinion est confirmée par le fait que les Compagnies qui pourraient se permettre, en raison de leur taille, un tel comportement n'ont guère la possibilité de pouvoir en profiter.

Ces Compagnies (1) ont en effet chaque semaine entre 15 et 30 millions à investir, ce qui - en raison de la taille du marché des capitaux - les oblige pratiquement à investir continuellement leurs disponibilités à court terme et à renoncer le plus souvent à des opérations d'arbitrage de quelque importance (pour éviter que les prix ne se retournent contre eux).

(1) Le marché des assurances est généralement un marché fortement concentré. En Belgique, sur 120 Compagnies d'assurance-vie, trois Compagnies représentent près de 50 p.c. du marché et les quinze plus importantes environ 75 p.c.

Ce problème de dimension existe d'ailleurs dans la plupart des pays ; nous pensons cependant que l'absence quasi générale de spéculation dans le chef de ces investisseurs institutionnels résulte moins de cet argument de fait que de la tradition suivant laquelle une compagnie d'assurance ne doit pas se livrer à des pratiques de ce genre car elles sont néfastes à sa réputation de vendeur de sécurité (1).

+
+ +

Les Compagnies d'assurance-vie peuvent pratiquement toujours satisfaire leurs besoins de liquidités de précaution et de spéculation au moyen de leurs recettes courantes ; elles n'ont donc aucun besoin de posséder en portefeuilles des actifs aisément réalisables, sinon dans une très faible proportion (5 p.c. ?). En d'autres termes, la conclusion de ce paragraphe est que les Compagnies d'assurance-vie ne doivent pas choisir (par précaution) leurs placements en fonction de la stabilité de leur valeur d'achat ou de leur degré de liquidité

(1) C'est en effet une opinion que nous avons souvent entendue énoncée en Belgique et en France. Il existe cependant des exceptions notoires ; ainsi un des gestionnaires du portefeuille de la Compagnie anglaise PRUDENTIAL (encaissement de primes-vie en 1968, : 220 millions de livres, 40 p.c. du portefeuille placés en actions) nous a dit qu'un des problèmes du choix de leurs placements provenait du fait de leur dimension qui les obligeait à être "fully invested at all time", et à renoncer à des spéculations intéressantes.

Pourtant le critère de sécurité des placements tant invoqué par les collecteurs d'épargne contractuelle nous a semblé être le plus souvent interprété dans le sens d'une stabilité "garantie" de la valeur boursière. Il est vrai que certains des assureurs que nous avons interrogés reconnaissaient en même temps (de manière assez paradoxale d'ailleurs) que le degré de liquidité du placement était un facteur moins important ; aucun cependant ne le jugeait tout-à-fait négligeable.

Nous n'osons guère dans ce cas songer au cataclysme que ces assureurs envisagent si une crise économique qui réduisit de 40 p.c. la production mondiale et une guerre qui fit 35 millions de morts n'ont même pas entamé sérieusement l'excédent de leurs recettes courantes sur leurs dépenses globales.

+
+ +

§ 2. Les risques afférents au rendement de l'actif.

1. Ainsi que nous l'avons souligné à plusieurs reprises, le principal (sinon l'unique) risque encouru par l'assureur dans l'exercice de son métier est de retirer de ses placements un rendement (net) inférieur à celui qui a été escompté pour le calcul des primes.

L'existence de ce risque est fondée sur les facteurs suivants :

- la prime annuelle est calculée, au moment de la souscription du contrat, en partie en fonction des taux d'intérêts à long terme sur le marché à ce moment.
- quoique les assureurs (ou l'Etat) se montrent extrêmement prudents dans le choix de ce taux, les contrats d'assurance-vie s'étendent généralement sur un tel nombre d'années qu'il est possible que durant cette période les taux d'intérêts du marché descendent en dessous de celui qui fut choisi pour le calcul des primes.
- cette possibilité représente un danger important pour l'assureur puisqu'il doit, pour respecter les obligations de ces contrats souscrits dans le passé, investir les fonds provenant de l'encaissement des primes et des revenus et remboursements des placements effectués grâce aux primes encaissées antérieurement.

C'est pourquoi l'assureur est naturellement un investisseur à long terme puisqu'il doit éviter le plus possible le risque de retirer de ses investissements un rendement (immédiat) inférieur à celui de ses premiers placements.

2. Nous avons vu au paragraphe précédent que l'assureur n'avait pratiquement aucun problème de trésoreries et qu'il ne devait pas en conséquence se soucier particulièrement dans ce but des risques de fluctuation de la valeur de ses placements.

Nous devons voir maintenant dans quelle mesure cet assureur doit tenir compte des risques de fluctuation du rendement (immédiat) de ses placements et du degré d'incertitude qui peut peser sur son estimation.

Ce problème a fait l'objet d'études théoriques extrêmement complexes, entreprises surtout par les Anglais. On peut classer leurs propositions en deux groupes qui se rattachent à deux époques différentes : les défenseurs de la "matching policy" dans l'immédiat après-guerre et les partisans de la "maximum yield policy" dans les années 50.

1°) Théorie de la "matching policy"

Cette théorie est née des difficultés que les Compagnies d'assurances anglaises ont rencontrées dans les premières années de l'après-guerre du fait de la politique d'expansion menée par le gouvernement. Les taux d'intérêt très bas du marché de cette époque ne permettraient souvent pas en effet aux Compagnies de retirer de leurs placements un rendement égal à celui qui avait servi de base au calcul des primes dans l'entre-deux-guerres.

Cette théorie se développe autour de l'idée que pour être certain de pouvoir respecter ses obligations, l'assureur doit investir ses fonds dans des actifs

ayants les mêmes caractéristiques de durée et de rendement que les contrats auxquels ils se rattachent. Ainsi non seulement l'assureur ne devra vendre aucun actif avant son remboursement (et risquer ainsi de faire une perte de rendement sur le réinvestissement) mais de plus chaque année ses prestations seront exactement couvertes par la venue à échéance d'actifs dont les termes et le taux d'intérêt sont les mêmes que ceux des polices qui s'éteignent cette année.

En d'autres termes, l'assureur doit chaque année investir le total des primes encaissées diminuées des frais de gestion, et investir uniquement en obligations à échéances fixes. Il doit de plus choisir des obligations dont le taux d'intérêt est au moins égal à celui des primes et dont les échéances lui permettent de couvrir chaque année ses prestations (c'est-à-dire qu'il doit faire pour ces échéances une distribution basée sur les polices que ces actifs représentent et sur les risques de mortalité de leurs propriétaires).

Cette théorie qui peut paraître séduisante par sa rigueur rencontre cependant dans son application des obstacles pratiques considérables car :

- a) il semble réellement impossible de se procurer sur le marché à tout moment des obligations répondant exactement aux besoins de l'assureur puisque le marché des Fonds d'Etat, qui est le seul probablement à présenter une offre suffisamment élastique en dehors des émissions, contient rarement des obligations pourvues d'une telle diversité dans les échéances.
- b) l'assureur doit se procurer des obligations à moyen terme et à court terme pour l'investissement des der-

nières primes des polices : leur taux d'intérêt peut être insuffisant.

- c) Enfin la possibilité qu'ont les assurés de racheter leurs polices peut déranger considérablement les plans d'investissement de l'assureur.

2°) La théorie de la "maximum yield policy".

Au cours des années 50 les taux d'intérêt du marché de Londres se sont à ce point relevés que les Compagnies n'éprouvèrent plus aucune difficulté à y trouver des actifs suffisamment rémunérateurs.

C'est dans ce contexte que s'est développée cette seconde théorie qui est fondée sur l'idée que la Compagnie d'assurance-vie n'étant jamais amenée à devoir vendre brusquement ses investissements, ne doit se préoccuper dans le choix de ses placements que des perspectives de revenus, mais en attachant une importance particulière à la sécurité du rendement immédiat.

Cette théorie propose un certain nombre de critères pour déterminer la sécurité du rendement immédiat et étudie la façon dont la poursuite de l'objectif de maximisation des revenus peut être combinée avec ces différents critères.

Dans la pratique, cette théorie entraîne une politique de placements très souple de la part de l'assureur ; les titres à revenus fixes auront sa préférence puisque le rendement immédiat de ces actifs est stable et offre une grande sécurité, mais les titres à revenus variables peuvent occuper une place importante dans son portefeuille.

le si leurs perspectives de plus-value permettent d'accepter un revenu immédiat souvent faible.

Cette théorie semble avoir beaucoup plus d'attraits que la première, tant pour l'assureur que pour l'assuré, puisqu'elle n'oblige pas le premier à n'investir qu'en titres à revenus fixes suivant un plan d'investissement d'une rigidité extrêmement contraignante et permet au second d'espérer recueillir des bénéfices qui compenseront quelque peu la perte de pouvoir d'achat de son capital assuré (1).

3. Il faut cependant éviter de confondre les fins et les moyens. Le choix de ces théories se situe en effet au niveau des moyens puisqu'elles sont toutes deux développées pour atteindre un même objectif : retirer des placements un rendement suffisant pour remplir les obligations futures.

La première théorie ne considère le revenu des placements que dans le sens restreint du rendement immédiat des titres à revenu fixe tandis que la seconde l'interprète dans un sens beaucoup plus large.

Nous avons vu que l'assureur n'était guère limité dans le choix de ses placements par des impératifs de liquidité et

(1) Les Compagnies anglaises semblent d'ailleurs avoir été convaincues par cette théorie puisqu'elles ont porté de 17 p. c. en 1946 à 32 p.c. en 1966 la part des actions dans leur portefeuille.

La Compagnie PRUDENTIAL consacrait même 40 p.c. de ses réserves aux actions en 1968 : c'est certainement une des raisons pour lesquelles cette Compagnie offre une participation aux bénéfices tellement supérieure à celle qu'offrent les Compagnies belges (cfr. Ch. III, S. 2, § 2.).

qu'il ne devait pas se soucier particulièrement dans cette optique des risques de fluctuation de leur valeur. Quant aux risques de fluctuation de leur rendement immédiat, nous pouvons conclure que l'assureur doit y attacher une attention plus grande car c'est de ce rendement que dépend la sécurité de sa gestion, mais il n'en est pas moins vrai qu'il ne doit certainement pas limiter à ce terme le choix de ses placements.

+
+ +

SECTION 5. Conclusions.

1. Les Compagnies d'assurance -vie sont des entreprises qui vendent par contrats un service d'un type particulier : le sentiment de sécurité. L'exécution de ces contrats les oblige à effectuer un certain nombre de prestations dont la qualité influence directement le sentiment de sécurité, donc l'objet même du contrat d'assurance.
2. Ce service est généralement présenté en contre-partie du paiement d'une prime annuelle constante, ce qui amène l'assureur à former des réserves mathématiques qui sont placées en actifs rémunérateurs dont le rendement global (net) doit être au moins égal à celui du rendement escompté dans le calcul de la prime.
3. La politique de placement des assureurs peut être saisie à partir des éléments suivants :
 - 1°) Ils sont naturellement amenés à se comporter en investisseurs à long terme qui achètent les actifs offerts sur le marché pour profiter chaque année de leurs revenus plutôt qu'en arbitragistes de portefeuilles et en spéculateurs sur les taux d'intérêt.
 - 2°) Ils n'ont presque aucun besoin de placements liquides.
 - 3°) Ils doivent se préoccuper plus particulièrement du niveau et de la sécurité du rendement immédiat de leurs placements.

En conséquence, les Compagnies d'assurance-vie peuvent être décrites comme des investisseurs qui doivent s'efforcer de maximiser leurs revenus par un choix judicieux d'actifs sélectionnés à l'intérieur de limites fondées sur l'estimation des risques acceptables.

CHAPITRE II

LES PLACEMENTS DES COMPAGNIES D'ASSURANCE-VIE EN BELGIQUE

Nous avons vu dans le chapitre précédent les éléments théoriques qui pouvaient être retenus par un assureur dans le choix de ses placements en raison des techniques de gestion et des obligations particulières à l'exercice de ce métier.

Dans ce chapitre, nous nous attacherons au second volet du tableau en étudiant l'environnement légal et économique des investissements des Compagnies d'assurances en Belgique afin d'en déduire leur politique d'investissement dans la pratique.

Nous verrons donc successivement :

1. La législation :

- les textes de la loi de contrôle belge qui visent plus particulièrement les placements ;
- les commentaires auxquels ces textes donnent lieu ;
- et une comparaison avec les prescriptions généralement en vigueur à l'étranger.

2. Les placements effectués par les Compagnies d'assurance-vie en Belgique au cours de ces trente dernières années ; nous les étudierons en les classant successivement suivant les catégories légales et le degré de liquidité.

3. La politique de placement que l'on peut déduire des faits étudiés, de certains facteurs techniques ou humains, et des résultats d'une enquête que nous avons effectuée.

SECTION 1. La législation.

§ 1. La loi de contrôle belge.

I. E x p o s é.

La constitution et la gestion des entreprises d'assurances sur la vie sont soumises au contrôle de l'Etat par la Loi du 25 juin 1930 et l'Arrêté-Royal du 17 juin 1931 auxquels il faut ajouter un certain nombre d'Arrêtés-Royaux et Ministériels d'application et de modification (1).

On n'en trouvera ci-après que des extraits qui ont une incidence directe sur le sujet qui nous préoccupe.

1. Les placements des réserves mathématiques.

Ces placements doivent respecter des proportions imposées par l'art. 28 de l'A.R. du 17 juin 1931 (+ A.R. du 8.8.35 et l'A.R. du 17.3.62) ; ces proportions sont exprimées en p.c. du total des réserves mathématiques :

1°) au minimum 15 p.c. :

"En fonds publics belges et valeurs garanties par l'Etat belge, obligations du Crédit Communal, obligations de la Société Nationale des Chemins de fer belges, obligations de la Société Nationale de

(1) On trouvera à l'annexe IV la liste complète des textes législatifs en cette matière et à l'annexe I un exposé et un commentaire de la loi fiscale.

Crédit à l'Industrie, obligations des provinces et des communes belges" ;

1°) au maximum 10 p.c. :
bis

" en obligations en francs belges émises par des organisations internationales dont la Belgique est membre" ;

2°) au maximum 50 p.c., sans toutefois pouvoir dépasser 5 p.c. du total pour une même valeur :

" en obligations de sociétés belges qui, depuis cinq ans, consécutifs au moins, ont fait face à tous leurs engagements au moyen de leurs ressources ordinaires" ;

3°) au maximum 10 p.c., sans pouvoir dépasser 5 p.c. pour une même valeur :

" en obligations de sociétés belges qui ne remplissent pas les conditions prévues au 2°) ci-dessus" ;

4°) au maximum 15 p.c., sans pouvoir dépasser 5 p.c. pour une même valeur :

" en actions de sociétés belges remplissant les conditions prévues au 2°) ci-dessus" ;

5°) au maximum 65 p.c. :

" en immeubles situés en Belgique et en prêts hypothécaires sur ces immeubles" ;

6°) au maximum 20 p.c. :

" en valeurs étrangères proposées par l'entreprise et admises par décision ministérielle" ;

7°) "en prêts sur polices jusqu'à concurrence de la valeur de rachat" et "dans une proportion qui ne peut excéder 50 p.c. du total des réserves mathématiques, en prêts et ouvertures de crédit sur nantissement des valeurs énumérées sub 1°) et 2°)" ;

8°) "de toute manière proposée par l'entreprise et admise par décision ministérielle".

En application de ce paragraphe, les Compagnies furent autorisées par une circulaire ministérielle du 25 juillet 1960 à placer au maximum 5 p.c. du total de leurs réserves mathématiques en parts de Fonds communs de placement.

2. La monnaie du contrat.

L'Arrêté du Régent du 15 février 1946 modifiant l'A.R. du 17.6.31 a interdit la souscription de contrats d'assurances sur la vie libellés en monnaies étrangères.

Il n'est donc pas possible en Belgique de tenter de protéger le pouvoir d'achat du capital souscrit en choisissant une devise jugée plus stable que la monnaie nationale.

3. Bases de calcul des réserves mathématiques.

- Pour les contrats souscrits avant le 1.1.69, et suivant le genre d'assurance : tables de mortalité de 1904, de 1928-32 ou de 1930-31, avec un taux d'intérêt de 3 ou 3,5 p.c.
- Pour les contrats souscrits après le 1.1.69 : table de mortalité 1959-63 avec un taux de 4 p.c. (1)

II. Commentaires.

1. Le contexte historique.

Les textes de contrôle des entreprises d'assurances sur la vie ne sont en fait qu'un aspect de l'intervention autoritaire de l'Etat dans le marché des capitaux au cours des années trente. Nous le voyons en effet instaurer à la même époque :

- un contrôle des Caisses d'Epargne privées par l'Organisme Central de la Petite Epargne (A.R. n° 42 du 15.12.1934) ; la C.G.B.R. étant déjà soumise à l'autorité de l'Etat par son statut d'établissement public ;
- une réforme du statut des banques privées et leur contrôle par la Commission Bancaire (A.R. n° 185 du 9.7.1935) ;
- un contrôle des émissions publiques de titres et valeurs par cette même Commission (A.R. n° 185) ;
- et un contrôle des entreprises de prêts hypothécaires (A.R. n° 225, du 7.1.1936).

C'est évidemment poussé par les événements qu'en l'ocpa-

1) La plupart des Compagnies ont adapté leurs anciens contrats à ce nouveau taux d'intérêt.

ce de six ans, l'Etat étendit ainsi son contrôle à la plupart des collecteurs de l'épargne des particuliers. Jamais en effet l'épargnant ne connut de période plus précaire qu'au cours de ces années qui suivirent le "Black Thursday", aussi l'Etat se devait-il d'intervenir au plus tôt pour assurer la sécurité de l'épargne, ne fut-ce qu'en garantissant une saine gestion des fonds confiés aux organismes collecteurs.

Dans un tel contexte, des prescriptions en matière de placements des réserves mathématiques des sociétés d'assurance-vie étaient donc compréhensibles. On peut pourtant se demander si ces mesures étaient nécessaires car le contrôle général qui était instauré (obligation de travailler suivant les tables et un taux d'intérêt reconnu, obligation de soumettre à agrégation l'ensemble des méthodes de gestion, obligation de fournir tout renseignement demandé par le service de contrôle, ...) suffisait probablement à garantir, et de manière plus souple, la sagesse des placements.

Quoiqu'il en soit, l'Etat a préféré imposer une structure des placements basée sur une notion de sécurité qui relève essentiellement de la garantie de l'Etat et des sûretés réelles.

Cette notion de la sécurité était certes justifiée à une époque de crise boursière et de marasme économique, mais trente ans d'évolution de l'environnement économique et des techniques de gestion n'ont-ils pas modifié sa portée ?

Nous avons en effet conclu à la fin du chapitre précé-

dent que la politique d'investissement de l'assureur était normalement orientée vers une recherche de revenu maximal à l'intérieur d'une zone de sécurité délimitée par une estimation des risques acceptables. Le législateur belge ayant fixé les limites de cette zone en 1931, la question est alors de savoir si les assureurs peuvent toujours poursuivre leur objectif de façon optimale à l'intérieur de cet espace.

Nous verrons (section 2) qu'en fait les assureurs ne semblent pas avoir été limités par les prescriptions légales car leur politique de placement n'a pratiquement pas varié depuis l'instauration de cette loi. Mais avant d'en rechercher les raisons, il serait intéressant de clore cette section législative en consultant quelques spécialistes pour connaître leur opinion sur ces prescriptions et en comparant la loi belge avec quelques lois étrangères.

2. L'opinion des spécialistes.

Comme le faisait remarquer J. Fourastié en 1946, il y a un contraste frappant entre l'abondance de la littérature juridique et la pauvreté des études économiques sur l'Assurance. Sa remarque est toujours vraie, du moins pour la Belgique ; car si les spécialistes sont probablement nombreux, leurs écrits sont rares et limités dans leur objet.

a) M. R. Feyaerts (1), dans un exposé fait en 1959 au

(1) Directeur à la Compagnie belge d'A.G. sur la vie et contre les accidents.

Congrès International de l'Épargne et des Investissements, émettait l'avis que dans le cadre d'une réforme du marché, l'Etat devrait permettre aux Compagnies de souscrire une part d'actions plus importante, ceci pouvant se faire par le biais de participations dans les sociétés à portefeuille. (Ce souhait fut exaucé, quoique de façon très limitée).

- b) La Commission De Voghel, dans son premier rapport (1962), émettait l'avis suivant :

" On ne peut rejeter à priori l'hypothèse d'une révision de la réglementation actuelle des placements (i.e. : des Compagnies d'assurances) dans le sens d'un élargissement de la faculté légale de prendre des participations en actions du secteur industriel.

"Tout d'abord, selon certaines informations, les grandes Compagnies d'assurances sur la vie auraient atteint, à certains moments, le maximum de 15 p.c. imposé. Ensuite, la réalisation d'une croissance plus rapide aura pour effet d'accroître les besoins en capitaux à risques des entreprises industrielles, tandis que l'assainissement des finances publiques aura pour conséquence, en ralentissant l'accroissement de la dette de l'Etat, de raréfier les occasions de placements des Compagnies d'assurances en rentes belges.

Il est donc proposé de porter le pourcentage maximum des placements en actions de sociétés belges de 15 à 20 p.c."

- c) Un autre assureur, M. G. Martin (1), considérait dans

(1) Administrateur-Directeur Général à la Royale Belge.

une conférence faite en 1967 au Centre d'Etudes Bancaires et Financières que l'éventail que ces règles enveloppent laisse aux sociétés d'assurances une souplesse et des "possibilités très raisonnables dans le cadre de leurs responsabilités". Et il ajoutait à propos du quota d'actions : "Je puis vous dire qu'à certains moments, ma Compagnie atteignait, rien qu'en valeurs belges, les maxima permis par les règlements de contrôle, soit 15 p.c. et même largement plus en valeurs boursières de l'époque.

"La limite de 15 p.c. qui bientôt, je crois, sera portée à 25 p.c. (1) me paraît raisonnable dans la conception d'une saine gestion, et même sans limite, je n'oserais aller plus haut, conscient des responsabilités que j'assume".

Point n'est nécessaire de recourir à d'autres citations car en fait, tous les experts abondent dans le même sens. Donc, à part de très modestes propositions de modification du pourcentage autorisé d'actions, les spécialistes considèrent que la structure des placements imposée par le législateur est à la fois parfaitement justifiée pour garantir la sécurité des assurés et suffisamment souple pour permettre à l'assureur d'offrir les prestations les meilleures.

Comparaison avec l'étranger.

Il n'existe en fait qu'un seul pays : la Grande Bretagne, où les assureurs soient totalement libres du choix de leurs pla-

~~En fait, il semble qu'actuellement cette modification ne soit pas envisagée par le service de contrôle.~~

cements (ils doivent seulement en faire un compte rendu détaillé et faire connaître au Board of Trade les méthodes d'estimation des valeurs portées au Bilan).

Les Pays-Bas ont un système assez proche du système anglais : il existe une liste de valeurs autorisées mais elle est très large et il n'y a pas de pourcentages imposés (1) ; mais les Compagnies doivent soumettre au service de contrôle le choix de leurs placements et leurs méthodes d'estimation.

En Suède et aux Etats-Unis, la liste des placements autorisés est aussi étendue et il y a peu de quota (2) mais il y a un ensemble de règles très sévères, tant en ce qui concerne la qualité des débiteurs que le calcul des valeurs portées au Bilan et la constitution de réserves non distribuables.

L'Allemagne, la France, l'Italie et la Suisse ont un système assez proche du système belge.

En France les assureurs devaient, jusqu'il y a peu, placer au minimum 50 p.c. de leurs réserves en Fonds d'Etat et assimilés mais ils peuvent actuellement y ajouter, dans une proportion inférieure à 10 p.c., des obligations cotées de sociétés privées, des actions de sociétés immobilières, des immeubles d'habitation et des prêts sur polices. Par contre, la part des actions n'est limitée qu'à 50 p.c. à condition qu'elles soient inscrites à la cote d'une Bourse française. Notons

(1) Sauf un pourcentage sévère sur les valeurs étrangères : maximum 5 p.c., mais en fait ce pourcentage peut être largement dépassé par le biais de parts de fonds communs de placements nationaux.

(2) Aux Etats-Unis, c'est la loi de New-York qui est la plus sévère ; elle limite à 5 p.c. des actifs les investissements en actions.

enfin que les investissements en actions sont limités à 15 p.c. des réserves en Italie, à 10 p.c. en Allemagne et à 5 p.c. en Suisse.

La loi belge n'apparaît donc pas comme particulièrement sévère comparée aux prescriptions en vigueur dans d'autres pays ; elle se situe même plutôt dans une "bonne moyenne".

Ainsi tant de l'avis des spécialistes que de la comparaison avec l'étranger, notre législation n'apparaît pas comme restrictive du rôle d'investisseur des Compagnies d'assurances ; c'est dire que le coeur du problème ne se trouve pas dans le respect des prescriptions légales. Notons cependant en guise de conclusion de cette section législative que c'est dans les pays où la loi est la moins sévère dans le choix des placements que l'épargne contractuelle est la plus importante.

+
+ +

SECTION 2. L'évolution des placements des Compagnies d'assurance-vie en Belgique (1933-1966).

§ 1. Répartition selon les catégories légales.

Le tableau suivant donne, pour différentes années, les parts respectives des différentes valeurs autorisées par la loi, en pourcentage du total des réserves mathématiques.

	1933	1938	1943	1947	1950	1953	1956	1959	1962	1965	1966
1. Fonds d'Etat et assimilés	34,5	46,9	57,7	49,8	42,-	38,7	38,-	35,8	35,6	32,-	31,4
2. Obligations de Sociétés belges	5,1	3,6	15,4	20,4	21,9	22,6	20,-	18,8	16,3	16,7	16,8
3. Actions de Sociétés belges	6,6	5,5	5,3	5,4	5,5	6,7	8,3	6,1	5,8	5,6	5,3
4. Immeubles et prêts hyp.	46,-	27,-	14,8	4,7 12,8	4,9 18,2	4,9 20,2	4,9 21,6	6,8 25,8	8,4 26,4	10,3 27,7	10,- 28,5
5. Valeurs étrangères	3,3	3,2	0,3	0,5	0,9	0,9	1,3	2,-	2,5	2,6	2,8
6. Prêts sur polices	4,4	5,-	2,8	4,9	4,9	4,2	3,6	3,4	3,3	3,1	3,1
7. Autres	0,1	3,8	3,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,3	1,7	2,-	2,1

Source : Ministère des Affaires Economiques ; Rapports sur l'exécution de la loi du 25 juin 1930 relative au contrôle des Entreprises d'assurances sur la vie, de 1933 à 1966.

N.B. Les placements "Autres" comprennent les placements autorisés par l'article 28,3°.

1. Fonds d'Etat et assimilés.

La loi impose un minimum de 15 p.c. des investissements dans ces valeurs ; on voit qu'en fait ce minimum a toujours été largement dépassé.

Trois avantages peuvent être cités pour justifier l'importance de ce poste dans l'ensemble des placements :

- a) c'est un placement de "bon père de famille" qui offre toute sécurité de rendement et de remboursement et dont la gestion est en conséquence réduite au minimum.
- b) son rendement est loin d'être négligeable dans notre pays car il est très proche de celui des obligations du secteur privé. Notre Etat a en effet le triste privilège d'être le plus mauvais financier de toute l'Europe (1) aussi est-il obligé, pour voir souscrire la masse énorme de ses emprunts, d'offrir des taux d'intérêt très concurrentiels.
- c) enfin, il possède un degré de liquidité assez élevé, ce qui est considéré par certains assureurs comme un facteur de sécurité avantageux.

Cependant, on constate que la part de ces placements dans l'ensemble des investissements n'a fait que diminuer depuis la guerre, principalement au profit des prêts hypothécaires.

C'est d'ailleurs en partie à cause des Compagnies étrangères installées en Belgique que ces placements occupent encore une telle proportion puisqu'elles leur consacrent

(1) et de loin ! La dette publique représentait en effet, en 1966, 56 p.c. du PNB belge contre 30 p.c. aux Pays-Bas, 19 p.c. en Italie, 16 p.c. en France et 7 p.c. en Allemagne.

actuellement plus de 40 p.c. de leurs réserves alors que les grandes Compagnies belges se limitent à 20-25 p.c.

2. Prêts hypothécaires.

Ces placements n'ont occupé qu'une faible part des réserves entre 1933 et 1945 ; ce fait est attribué, selon M. Feyaerts (1), à l'instabilité des opérations hypothécaires pendant les années 30, la guerre expliquant le reste. Mais depuis la guerre, leur importance a presque quadruplé, passant de 3 p.c. en 1945 à un peu moins de 30 p.c. actuellement. Tant les entreprises étrangères que les entreprises belges se sont installées sur le marché, répondant ainsi à une demande incessante du public de capitaux pour la construction et l'achat d'habitations.

Les avantages que les Compagnies d'assurance peuvent retirer de ces placements sont les suivants :

- a) un revenu généralement supérieur à celui des Fonds d'Etat et offrant une sécurité suffisante pour les Compagnies qui organisent elles-même ces prêts sur une grande échelle.
- b) mais surtout l'offre de ces prêts permet aux Compagnies de conclure autant de nouveaux contrats d'assurance-vie pour en garantir les paiements.

Or, bien que les institutions parastatales occupent une place dominante sur le marché des prêts hypothécaires, les institutions privées y ont une place très intéressante du fait que les disponibilités des parastataux sont assez irrégulières. Ainsi, par une offre constante de capitaux,

(1) op.cit. p. 36.

les organismes d'assurances, non seulement jouent un rôle de régulateur du marché mais se procurent en même temps une double source de revenus croissante.

Ce poste s'est d'ailleurs probablement encore accru en 1967 - 68, mais le gouvernement venant de prendre des mesures limitatives pour éviter la surchauffe, cette croissante sera certainement freinée ou même arrêtée.

3. Obligations de Sociétés belges.

C'est, avec les placements en valeurs étrangères, la catégorie pour laquelle le règlement semble le moins restrictif puisque les Compagnies n'ont jamais dépassé la moitié du maximum fixé par la législation (50 + 10 p.c.).

Son importance dans l'ensemble des placements était très faible dans les années 30 ; elle s'est fortement accrue pendant la guerre du fait d'une redistribution en provenance des immeubles et prêts hypothécaires (interdiction de construire), et cette progression a continué jusqu'en 1953. La baisse des taux d'intérêt et du volume des émissions constatée cette année provoque alors un renversement et l'importance de ce placement continue de baisser presque chaque année jusqu'en 1964 où une hausse des taux semble avoir provoqué un léger redressement.

On remarque que, pour ce poste, les Compagnies étrangères jouent aussi un rôle important puisqu'elles n'y consacrent que 7 p.c. de leurs actifs contre 20 à 25 p.c. pour les Compagnies belges (soit presque autant qu'aux Fonds d'Etat).

Ainsi, quoique le rendement de ces titres soit généralement

supérieur à celui des émissions du secteur public, leur part dans les investissements des assureurs leur est bien inférieure. Ceci peut s'expliquer de deux façons :

- a) la différence de rendement ne justifie pas l'accroissement des risques ou du moins l'accroissement de coût que nécessite une gestion saine de ces actifs. Ce facteur semble s'appliquer particulièrement aux Compagnies étrangères qui sont moins^{bien} informées.
- b) le volume de ces émissions ne permet peut-être pas un choix suffisant. Les Compagnies d'assurances ont en effet souscrit certaines années plus du tiers des émissions d'obligations privées (alors qu'elles souscrivent généralement moins de 10 p.c. des émissions du secteur public).

Ce facteur pourrait s'appliquer surtout aux Compagnies belges ; on remarque d'ailleurs très bien dans le mouvement de leurs placements que le volume des achats nets de ces titres évolue dans le même sens que le volume des émissions.

Ajoutons enfin que le léger redressement constaté depuis 1965 pourrait s'accentuer (si le volume des émissions le permet) du fait des limitations imposées aux prêts hypothécaires.

4. Actions de Sociétés Belges.

C'est un poste très controversé : la loi limite ces investissements à 15 p.c. des réserves ; certains assureurs ont émis l'opinion qu'elle pourrait être portée à 20 ou à 25 p.c., mais en fait l'ensemble des assureurs n'y consacrent

guère plus de 6 p.c. de leurs fonds, ce qui fait souvent l'objet de critiques de la part d'analystes du marché des capitaux.

Nous ne donnons ici que quelques faits qui alimentent ces controverses, laissant à plus tard la discussion du bien-fondé des positions

- a) les Compagnies d'assurance -vie n'occupent qu'une place minime sur le marché des actions : en 1954 et 1955 qui sont les années où elles ont fait les achats nets d'actions les plus importants depuis la guerre (environ 430 millions), ces achats représentaient moins de 7 p.c. des émissions.
- b) ces actifs ont un rendement immédiat fluctuant et normalement inférieur à celui des obligations ; mais surtout la plus-value qui devrait récompenser l'investisseur de sa renonciation à un rendement immédiat élevé paraît être très limitée puisque l'indice des cours (base 1953 = 100) des actions belges était à 135 en 1964 et est retombé à 156 en 1966.

Bien sûr il ne s'agit là que de valeurs globales de sorte que certaines actions offrent un rendement et une plus-value bien supérieurs : (la meilleure preuve en est que les Compagnies leur consacrent tout de même 5 p.c. de leurs réserves).

- c) enfin un portefeuille de ces actifs est évidemment difficile à gérer et même des investisseurs aussi puissants que les Compagnies d'assurances peuvent se laisser surprendre par les événements.

Notons enfin que pour ces titres, les Compagnies étrangères ont une politique tout à fait différente de celle

qu'elles adoptent pour les obligations privées puisqu'elles/ leur/ consacrent une part de leurs réserves égale sinon supérieure aux Compagnies belges.

5. Autres placements.

Les immeubles ont conservé une place très faible dans l'ensemble des investissements jusqu'à la fin des années 50. On constate depuis une hausse assez forte de leur importance puisque leur part a presque doublé en 7 ans mais il semble que cette croissance se soit stabilisée en 1966 à environ 10 p.c. des actifs totaux. Cette hausse de leur part peut être imputée en partie au fait que de nombreuses Compagnies ont construit de nouveaux sièges sociaux ; de plus, une légère hausse des prix de location des bureaux a rendu, dans certains cas, intéressante la construction d'immeubles d'affaires ; enfin, ce placement permet souvent de réaliser à long terme des plus-values très intéressantes.

Les valeurs étrangères n'occupent qu'une place minime mais qui s'est accrue très fortement depuis la guerre, passant de 0,5 p.c. en 1947 à 2,8 p.c. en 1966. De plus, la place de ce poste dépend fort de la taille de la Compagnie puisque une Compagnie comme les A.G. possédait en 1968 un portefeuille de ces titres qui s'élevait à 7 p.c. de ses actifs (soit 5 p.c. en obligations et 2 p.c. en actions).

Les Fonds communs de placement belges n'ont jamais eu la faveur des assureurs : leur part est généralement plus proche du millième que du pour-cent !

Quant aux prêts sur polices, ils occupent généralement comme nous l'avons vu, une place assez stable.

§ 2. Répartition des principaux actifs financiers selon leur degré de liquidité.

1. En millions de francs :

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
1947	4.992	557	310	1.717	1.276	3.352	10.013
1950	6.133	424	732	2.373	2.595	12.812	14.479
1953	3.302	460	1.375	4.633	4.264	19.034	21.400
1956	11.633	552	2.512	6.046	6.407	27.205	30.144
1959	15.331	362	2.716	7.967	9.364	36.790	41.606
1962	20.337	1.209	3.339	9.333	14.922	49.190	56.402
1965	23.240	2.041	4.147	11.832	19.532	60.342	70.979
1966	24.694	2.331	4.031	13.171	22.017	66.294	77.457

Source : Rapports op. cit.p.41.

- (1) Fonds d'Etat et assimilés
 (2) Autres obligations - titres cotés
 (3) Actions - titres cotés
 (4) Titres non cotés
 (5) Prêts hypothécaires
 (6) Total des colonnes (1) à (5)
 (7) Total des actifs

2. En pour cent du total des actifs (1) :

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
1947	49,3	5,6	3,1	17,1	12,3	33,4
1950	42,3	2,9	5,1	19,3	17,9	33,5
1953	33,3	2,1	6,4	21,7	19,9	33,9
1956	33,3	1,3	3,3	20,1	21,3	30,3
1959	37,-	2,1	6,5	19,1	23,7	33,4
1962	36,1	2,1	6,-	16,5	26,5	37,2
1965	32,3	2,9	5,3	16,7	27,5	35,7
1966	31,9	3,-	5,3	17,-	23,4	35,6

(1) voir bas de la page 49.

Commentaires :

1. Les actions souscrites par les Compagnies d'assurances sont presque uniquement des actions cotées tandis que la majorité des obligations privées ne le sont pas. Ceci s'explique aisément par le nombre de valeurs admises à la cote de la Bourse de Bruxelles (en 1966) : 458 actions de sociétés belges et 110 de sociétés étrangères contre 93 obligations privées (47 belges et 51 étrangères).
2. On remarque qu'au cours de ces vingt dernières années, la masse des investissements des Compagnies s'est orientée progressivement vers les actifs les moins liquides puisqu'en comparant la somme des postes (1) et (2) à la somme des postes (4) et (5), on obtient les résultats suivants :

	1947	1956	1966	
Obligations et titres cotés :	55,4	40,6	34,9	p.c.
Titres non cotés et prêts hypothécaires :	29,9	41,4	45,4	p.c.

§ 3. Conclusions.

1. Les limites imposées par la loi aux Compagnies d'assurance-vie dans leurs investissements semblent n'avoir jamais été

(1) Les pourcentages peuvent ne pas correspondre avec des postes équivalents du tableau du § 1 parce que le total des Actifs comprend non seulement les valeurs représentatives des réserves mathématiques mais également les valeurs représentatives du cautionnement.

contraignantes puisque au niveau global les Compagnies n'ont jamais approché les pourcentages prescrits.

Il faut cependant ajouter deux remarques à cette constatation :

- certaines grandes Compagnies ont approché ou atteint, au cours des années 1953-1957, les 15 p.c. maximum et au cours de ces dernières années, les 15 p.c. minimum de Fonds d'Etat et assimilés.
- l'existence même de limites légales peut être contraignant, spécialement pour le portefeuille d'actions. En effet, on ne peut généralement effectuer une gestion rentable d'un portefeuille de ce genre que de deux façons : soit en se limitant à un nombre réduit de valeurs jugées très "sûres", soit en étendant ses investissements à un grand nombre de titres fortement diversifiés, tant au niveau sectoriel que géographique. L'existence de limites légales assez sévères oblige ainsi les Compagnies à choisir le premier mode de gestion et, en conséquence, à n'investir dans ces titres qu'une part très faible de leurs revenus.

2. La structure des placements des Compagnies n'a guère changé depuis 30 ans puisque les titres à revenu fixe ont toujours occupé 30 p.c. ou plus de leurs Actifs totaux. Cependant la distribution de ces titres a fortement évolué depuis la guerre dans le sens d'une diminution de la part des obligations du secteur public (-13 p.c.) au profit des prêts hypothécaires (+ 16 p.c.) qui ont ainsi acquis la même importance que les Fonds d'Etat et assimilés dans l'ensemble des investissements (environ 30 p.c.). Au point de vue de la liquidité des placements, cette transformation se

traduit par une part progressivement dominante d'actifs très peu liquides puisque la plupart des obligations privées souscrites par les Compagnies ne sont pas cotées.

3. Il est peu probable que cette structure change fondamentalement dans l'avenir, mais deux faits pourraient la modifier quelque peu dans les prochaines années :

- a) Suite aux mesures restrictives prises par le gouvernement, la part des prêts hypothécaires dans l'ensemble des placements va certainement cesser de s'accroître au rythme précédent.
- b) Les taux d'intérêt à long terme du marché ont atteint des niveaux exceptionnellement élevés (8 à 10 p.c. et même 12 p.c. sur le marché de l'euro-dollar) que tous les experts s'accordent à dénoncer en raison du fait qu'ils ne correspondent pas à des besoins réels mais plutôt à des difficultés rencontrées dans le volume et la distribution des moyens de paiements internationaux. Or, il devient de plus en plus urgent d'apporter une solution à ce problème car la situation est arrivée à un niveau critique au cours de ces derniers mois ; on peut donc espérer que les Banques centrales arriveront prochainement à un accord satisfaisant afin d'empêcher une dislocation du système monétaire international. De toute façon, que l'une ou l'autre des alternatives se réalise, il est plus que probable qu'on assistera à une baisse considérable des taux d'intérêt créditeurs sur les différents marchés de capitaux.

Les Compagnies d'assurance -vie pourraient ainsi être amenées à s'intéresser aux actions (belges et étrangères) de manière plus active que par le passé.

SECTION 3. La politique de placement des Compagnies d'assurance-vie en Belgique.

Nous avons vu dans la section précédente que la structure des placements de ces entreprises se présentait actuellement comme suit :

- deux grands postes : obligations du secteur public (environ 30 %)
 - : prêts hypothécaires (environ 30 %)
- un poste moyen : obligations du secteur privé (environ 20 %)
- trois petits postes: immeubles (10 %)
 - : actions (6 %)
 - : prêts sur polices (3 %).

Nous étudierons dans cette section l'évolution des placements courants qui ont concouru au cours de ces quinze dernières années à l'établissement de cette structure afin de déceler les facteurs explicatifs les plus importants du comportement d'investisseur des Compagnies d'assurance-vie. Nous confronterons ensuite ces résultats avec ceux d'une enquête effectuée auprès d'un échantillon d'assureurs pour en déduire la politique de placement de ces investisseurs institutionnels en Belgique et la comparer avec les éléments théoriques présentés dans le premier chapitre.

Le tableau ci-après donne la répartition des placements courants de l'ensemble des entreprises d'assurance-vie en Belgique au cours de ces quinze dernières années. Afin de ne pas encombrer le texte de trop de chiffres, nous n'avons repris que les années les plus caractéristiques (1).

(1) On trouvera à l'annexe III le tableau complet de ces valeurs ainsi qu'une comparaison entre le volume global des émissions des différents titres et le mouvement net des investissements des Compagnies.

Répartition des placements courants de l'ensemble des entreprises d'assurance-vie en Belgique (en p.c. du total des investissements de l'année).

Année	Fonds d'Etat et assimilés	Autres obligations	Actions	Prêt hypothécaires	Immeubles	Autres	Total
1952	33,7	28,6	11,3	19,1	6,3	1,-	100
1953	42,9	20,2	9,4	17,7	3,6	6,2	100
1956	23,6	29,6	9,6	30,3	6,7	1,2	100
1957	7,3	25,-	10,9	43,9	14,-	-1,1	100
1958	40,1	10,4	6,6	23,2	10,3	4,4	100
1960	41,9	9,8	3,1	30,4	12,1	2,7	100
1961	20,2	13,7	5,9	42,5	12,7	0,-	100
1963	16,4	34,4	12,3	19,6	14,4	2,9	100
1964	19,7	4,9	2,1	49,2	19,2	4,9	100

Source : Rapports op. cit. p. 41.

§ 1. Les facteurs explicatifs.

A. Les facteurs économiques.

1°) Le rendement.

1. Les placements des Compagnies d'assurance-vie en Belgique sont essentiellement orientés vers les titres à revenu fixe puisque l'ensemble des prêts et obligations représente environ 30 p.c. de leurs Actifs.

Les rendements de ces différents titres diffèrent quelque peu, les obligations du secteur privé et les prêts hypothécaires offrant généralement un taux d'intérêt plus élevé que les Fonds d'Etat ; mais la

différence ne semble pas être suffisante pour justifier à elle seule un choix exclusif. En fait, nous pensons que, sauf pour certaines émissions particulières, ce n'est pas tant le rendement que des facteurs techniques et le volume de la demande de capitaux qui déterminent la distribution des fonds des Compagnies entre ces titres.

2. C'est donc surtout pour la répartition entre titres à revenu fixe et titres à revenu variable que le rendement peut représenter un facteur explicatif important.

Nous avons vu en effet que la technique de l'assurance n'excluait pas la constitution d'un portefeuille important d'actions et que la législation belge, quoique assez sévère en cette matière, ne semblait pas limiter les placements des Compagnies. Or, du point de vue du rendement global, les actions ont le grand avantage d'être susceptibles d'offrir une plus-value boursière pouvant protéger les assurés de la baisse du pouvoir d'achat des capitaux souscrits.

3. Voyons donc les résultats qu'un assureur peut espérer obtenir d'un portefeuille d'actions belges :

a) le rendement immédiat.

Nous donnons ci-après les résultats de deux calculs différents ; le premier est effectué depuis 1950 par la Kredietbank sur base d'un échantillon de valeurs belges cotées à la Bourse de Bruxelles en calculant le rapport des dividendes

nets sur les cours en fin de mois, le second résulte d'une étude faite en 1965 par la Banque de Bruxelles sur un portefeuille constitué en 1954, les dividendes nets étant exprimés en pourcentage du capital initial et des réinvestissements des dividendes.

- rendements annuels nets de l'échantillon de la Kredietbank, de 1950 à 1966 :

4.3 , 4.2 , 4.9 , 5.0 , 4.0 , **3.3** , 3.6 , 4.4 , 4.6 ,
3.4 , 3.4 , 3.5 , 3.6 , 3.4 , 3.2 , 3.4 , 4.1 p.c.

- rendements annuels nets de l'échantillon de la Banque de Bruxelles, de 1954 à 1964 :

4.3 , 4.6 , 5.1 , 5.7 , 5.9 , 4.9 , 4.3 , 5.1 ,
5.3 , 5.6 , 5.6 p.c.

On voit donc que les résultats dépendent fort de l'échantillon choisi (l'échantillon de la Banque de Bruxelles est moins étendu et comprend moins de valeurs industrielles que celui de la Kredietbank) et de la méthode de calcul (le calcul de la Kredietbank est trop influencé par la fluctuation des cours). Néanmoins il semble tout de même possible de constituer un portefeuille d'actions belges qui respecte le taux de rendement imposé à l'assureur.

b) La plus-value du capital.

C'est surtout dans ce domaine que le rendement d'un portefeuille d'actions belges semble être limité. De nombreux assureurs que nous avons interrogés à ce sujet nous ont dit en effet que pour eux, le problème n'était pas tant de trouver des valeurs procurant un dividende net suffisant que de choisir des valeurs

dont la plus-value boursière procure un bénéfice suffisant pour justifier le coût élevé de gestion d'un tel portefeuille. De fait, l'indice des cours des valeurs belges calculé par l'INS révèle une plus-value faible puisque pour la base 1953 = 100, il atteint 135 en 1964 mais retombe à 156 en 1966 et se trouve actuellement aux environs de 175 : ce sont des résultats très décevants, surtout si on les compare à ceux de bourses étrangères (1). Or, même à plus long terme les actions belges n'offrent généralement qu'une plus-value modérée puisque la BNB estime que l'indice des cours de base 1936 = 100 n'était qu'à 300 en 1965. Bien sûr, il ne s'agit là que de résultats globaux et un portefeuille d'actions bien choisies peut procurer une plus-value bien supérieure mais l'indice montre bien que le choix de ces valeurs n'est pas facile !

Il semble donc que si la gestion d'un portefeuille d'actions belges par une Compagnie d'assurances est une entreprise techniquement possible, par contre son rendement risque d'être assez limité et de ne pas récompenser l'investisseur de ses efforts.

Il faut encore ajouter à ces perspectives de rendement limitées le fait que les opérations en bourse, nécessairement nombreuses, dans la gestion d'un tel portefeuille, impliquent un coût nettement plus élevé que pour les autres titres puisque, exprimés en pourcentage du montant de l'opération, ils s'élèvent

(1) L'indice de même base donne en effet en 1965 les résultats suivants à l'étranger : G.B. : 262 ; Fr. : 330 ; E.U. : 357 ; P.B. : 375 ; All. : 580.

à environ 1,15 p.c. pour les actions contre environ 0,8 p.c. pour les obligations de sociétés et environ 0,4 p.c. pour les Fonds d'Etat.

Ainsi tant les perspectives limitées de rendement que les difficultés de gestion d'un portefeuille d'actions belges semblent expliquer beaucoup plus que la législation la part peu importante que leur consacrent les Compagnies d'assurance-vie.

4. Par contre on ne peut certainement pas trouver la même justification aux 1 ou 2 p.c. des réserves consacrées aux actions étrangères (1) car le fait que dans nombre de pays étrangers (France, Pays-Bas, Grande Bretagne, Etats-Unis entre autres) les Compagnies d'assurances et les Fonds de pensions investissent de 20 à 50 p.c. de leurs réserves en actions prouvent à suffisance la sécurité et le degré élevé de rendement d'un portefeuille de ces valeurs.
5. Enfin, en ce qui concerne les immeubles, le rendement peut être retenu comme facteur explicatif dans certains cas. Les loyers peuvent en effet procurer à certaines époques un rendement suffisant et surtout le placement immobilier offre souvent des possibilités de plus-value très intéressantes.

(1) On ne peut d'ailleurs pas expliquer non plus ce pourcentage minime par la législation puisque la loi permet aux assureurs d'investir jusqu'à 20 p.c. en valeurs étrangères. Celles-ci doivent être reconnues par le service de contrôle mais on nous y a précisé que jamais une action étrangère n'avait été refusée aux grandes Compagnies et que le service ne serait pas opposé à ce que les Compagnies investissent jusqu'à 15 p.c. de leurs réserves en actions étrangères.

2°) Le volume de la demande.

1. La demande sur le marché des capitaux en Belgique est dominée, depuis une vingtaine d'années, par deux secteurs : le secteur public et le secteur de la construction et des achats immobiliers. Les Compagnies d'assurances ont répondu à ces deux demandes avec d'autant plus d'empressement qu'elles se présentaient sous forme de titres à revenu fixe et que les taux d'intérêts offerts étaient amplement suffisants pour couvrir leurs coûts.

Les Compagnies d'assurance -vie occupent une place secondaire et à peu près équivalente (environ 10 p.c.) dans l'offre des capitaux sur ces deux marchés. La structure des détenteurs de capitaux est cependant très différente d'un marché à l'autre, ce qui peut expliquer bien souvent la façon dont les Compagnies d'assurance répartissent leurs fonds entre ces deux postes. Les Fonds d'Etat sont en effet surtout souscrits par les particuliers, l'offre résiduelle étant partagée entre les organismes monétaires, les entreprises d'assurances, les caisses d'épargne et quelques parastataux ; tandis que le marché des prêts hypothécaires est dominé par un groupe d'institutions parastatales, de sorte que, sur le premier marché, il n'y a guère de concurrence entre les détenteurs de capitaux alors que la concurrence est vive sur le second.

Nous verrons plus loin que les Compagnies d'assurance-vie ont de nombreux motifs de s'intéresser aux prêts hypothécaires et il semble même que ce soit le placement sur lequel elles ont concentré leur activité d'investisseur au cours de ces vingt dernières années

et qu'elles y auraient consacré une part encore plus élevée de leurs réserves mathématiques si le marché n'était dominé par les organismes parastataux. On constate en effet dans l'évolution de leurs placements courants que les années (1957, 61, 64) où les organismes parastataux ne pouvaient maintenir le niveau de leur offre (1), les Compagnies d'assurances ont investi en prêts hypothécaires jusqu'à 50 p.c. de leurs disponibilités. Par contre, on remarque que les années (1953, 55, 58, 60) où les moyens de ces organismes sont suffisamment élevés, les Compagnies pouvant satisfaire la demande résiduelle avec une part moindre de leurs recettes investissent alors des sommes plus importantes en Fonds d'Etat.

2. Les obligations du secteur privé occupent une place de second plan dans les investissements des assureurs, en dépit d'un rendement souvent supérieur à celui des Fonds d'Etat ou des prêts hypothécaires. Nous avons déjà dit que ce fait pouvait être imputé en partie au volume des émissions de ces titres car on constate que les années où ce volume est très élevé, les Compagnies consacrent parfois une part nettement plus importante de leurs réserves à l'achat de ces titres (1952, 56, 63). Néanmoins l'explication n'est pas exhaustive puisqu'on remarque que les années où les Compagnies sont fortement sollicitées sur plusieurs marchés, elles marquent une nette préférence aux Fonds d'Etat (1953-60) ou aux prêts hypothécaires (1961).

(1) Soit en raison de mesures conjonctuelles du gouvernement (1957), soit en raison du niveau très élevé de la demande.

3. En ce qui concerne les actions, le volume global des émissions ne semble guère pouvoir être retenu comme facteur explicatif puisque les Compagnies d'assurance-vie souscrivent généralement moins de 10 p.c. des émissions annuelles.

B. Les facteurs techniques.

1. Le plus significatif de ces facteurs est certainement la liaison qui existe entre les prêts hypothécaires et les polices d'assurance-vie souscrites en garantie du remboursement.

Les prêts hypothécaires sont en effet un placement dont la gestion est coûteuse et difficile (au début) ; les Compagnies d'assurance-vie ne s'y seraient certainement pas intéressés autant si l'organisation de tels prêts ne représentaient pour elles l'occasion de conclure un grand nombre de contrats d'assurance-vie en raison de la demande très intense de capitaux que connaît ce marché depuis la guerre.

2. Un second facteur technique est peut-être, pour les valeurs du secteur privé, que le marché est trop étroit.

C'est en tout cas une raison qu'on nous a souvent citée pour justifier à la fois ^{la quasi} l'inexistence d'opérations d'arbitrage et la part très secondaire occupée par ces valeurs dans l'ensemble des placements des assureurs. On peut cependant faire deux remarques à ce sujet : en ce qui concerne les obligations de sociétés, nous avons vu que les Compagnies ne devaient pas se soucier particulièrement de la liquidité de leurs placements ; en conséquence

l'étroitesse du marché ne peut représenter un obstacle majeur à la souscription de ces titres. Quant à justifier l'inexistence d'opérations d'arbitrage par une étroitesse du marché dans le cas des actions, on peut se demander s'il n'y a pas là un cercle vicieux : n'est-ce pas précisément en raison de l'abotention des organismes d'assurance et de prévoyance que ces marchés sont étroits ? (1)

3. Un troisième facteur technique et qui semble très important pour expliquer la structure des placements de la plupart des Compagnies est le manque d'informations et surtout de moyens suffisants pour entreprendre une étude systématique et scientifique de la politique d'investissement. Au niveau des moyens, nous ne pensons pas qu'il existe plus de 2 ou 3 Compagnies en Belgique qui possèdent l'équipement technique et intellectuel suffisant pour effectuer les études préalables et exercer la surveillance constante que nécessite la gestion d'un portefeuille important d'actions. Quant aux autres Compagnies, quelques-unes pourraient se payer cet équipement coûteux mais ne jugent pas l'investissement rentable ou nécessaire ; mais en fait la grande majorité des entreprises d'assurance non seulement n'a pas les moyens de posséder un bureau d'études efficace mais de plus n'éprouve même pas le besoin de se procurer des informations complètes. En effet, sur 121 Compagnies d'assurance-vie reconnues en Belgique (1966), il y en a plus de 90 qui encaissent annuellement un montant de primes inférieur (et souvent même très inférieur) à 100 millions, de sorte que pour

(1) On peut citer à ce propos l'exemple des Etats-Unis ou de la Grande Bretagne qui possèdent des marchés d'actions dont on vante souvent la souplesse : ce sont précisément les pays où les organismes d'assurance et de prévoyance investissent le plus en actions.

investir leurs quelques millions, elles font appel aux services d'une banque ou d'un bureau d'agent de change qui se chargent pratiquement de leur politique de placement.

Ainsi, pour un grand nombre de Compagnies, le fait de ne pouvoir posséder à titre individuel un équipement de gestion efficace peut expliquer en grande partie le fait qu'elles ne s'intéressent pas aux placements en actions et obligations du secteur privé.

Remarquons enfin que ces Compagnies ne doivent pas éprouver le besoin de résoudre ce problème puisqu'elles peuvent constater comme nous que leurs grandes soeurs qui possèdent, sinon l'équipement, du moins les moyens de se le procurer ne semblent guère s'intéresser à la gestion d'un portefeuille de capitaux à risques !

C. Les facteurs psychologiques.

La politique de placement des assureurs peut certainement être le plus souvent expliquée par un certain nombre de facteurs économiques et techniques que nous avons cités. Il y a cependant aussi des éléments psychologiques et humains qui peuvent concourir à cette explication et dont il faudrait se garder de sousestimer l'importance.

Le premier de ces facteurs résulte du fait que les engagements de l'assureur sont établis en termes nominaux et que le calcul des primes est extrêmement prudent puisque la mortalité des tables est toujours inférieure à la mortalité réelle, ne fut-ce qu'en raison du temps, et que les frais de la Compagnie sont largement estimés et qu'enfin le taux de rendement est nettement inférieur aux taux d'intérêt à long terme du

marché. Ainsi les Compagnies ne sont pas particulièrement incitées à rechercher un rendement maximal de leurs placements.

Nombreux sont en effet les assureurs qui nous ont tenu le raisonnement suivant : les taux d'intérêt offerts par les Fonds d'Etat nous permettent non seulement de couvrir nos obligations et nos frais généraux mais encore de rémunérer administrateurs et actionnaires et même d'offrir aux assurés une participation aux bénéfices. Nous pouvons donc atteindre un résultat très satisfaisant par des placements qui ne présentent pas de difficulté de gestion, ne comportent aucun risque et sont très liquides ; pourquoi voudriez-vous que nous nous mettions martel en tête pour essayer de maximiser nos revenus par des placements par exemple en actions ?

Et de fait les Compagnies n'ont pas de raison péremptoire de déployer de tels efforts, sauf dans un but de concurrence vis-à-vis des autres investisseurs institutionnels et particulièrement des autres Compagnies. Or on constate précisément que le nombre de Compagnies s'est accru presque sans cesse depuis la guerre, et bien que le marché soit assez concentré, il n'y a pas moins d'une centaine de petites Compagnies qui se partagent environ 25 p.c. des capitaux assurés en Belgique, ce qui indique clairement que le niveau des prestations des grandes Compagnies n'est guère plus élevé que celui des petites.

Dans le même ordre de facteurs, on pourrait peut-être aussi expliquer la méfiance que les dirigeants de Compagnies d'assurances affichent à l'égard des placements en actions par le fait que la plupart d'entre eux ont vécu la grande dépression des années 30 et que presque tous ont été surpris par la crise charbonnière et les événements du Congo.

§ 2. Résultats de l'enquête.

L'enquête dont nous donnons ci-après les résultats a été faite sous forme d'un questionnaire à compléter.

Nous avons envoyé ce questionnaire à 20 Compagnies choisies dans trois groupes différents :

- Groupe A : Compagnies dont l'encaissement de primes (vie) en 1968 était supérieur à 1 milliard de francs ;
nombre de questionnaires envoyés : 3
nombre de réponses reçues : 2
- Groupe B : Compagnies dont l'encaissement de primes (vie) en 1968 était compris entre 100 et 999 millions de Frs ;
nombre de questionnaires envoyés : 9
nombre de réponses reçues : 5
- Groupe C : Compagnies dont l'encaissement de primes (vie) était en 1968 inférieur à 100 millions de Frs ;
nombre de questionnaires envoyés : 8
nombre de réponses reçues : 5.

+
+ +

QUESTION 1 :

Parmi ces 7 critères, pourriez-vous en noter 4 qui vous semblent les plus importants pour le choix des placements d'une Compagnie d'assurance-vie :

RÉPONSES (1)

Critères	Compagnies											
	A ₁	A ₂	B ₁	B ₂	B ₃	B ₄	B ₅	C ₁	C ₂	C ₃	C ₄	C ₅
Sécurité de la valeur du placement	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Sécurité du rendement immédiat du placement	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Stabilité de la valeur du placement					x	x	x	x		x	x	x
Régularité du rendement immédiat				x	x	x			x	x	x	x
Plus-value maximale	x	x	x									
Rendement immédiat maximal	x	x	x	x			x	x				
Liquidité									x			

QUESTION 2.

Estimez-vous que la sécurité des placements d'une Compagnie d'assurance-vie doit être fondée :

(1) Nous avons classé les Compagnies par ordre décroissant : la Cie A₁ est plus grande que la Cie A₂, qui est supérieure à la Cie B₁, elle-même supérieure à la Cie B₂ etc... Les réponses des Cies sont notées par un "x" : ainsi les Cies A₁, A₂ et B₁ ont répondu de la même façon, en notant les 4 mêmes critères jugés les plus importants, la réponse de la Cie B₂ n'en diffère que par un terme (elle juge la régularité du rendement plus importante que la plus-value) etc...

QUESTION 4.

Les polices d'investissement connaissent actuellement une grande expansion dans les pays anglo-saxons. Ce sont des polices dont la prime et le capital sont indexés à la valeur du portefeuille qui est constitué essentiellement d'actions et de parts de Fonds communs de placement.

Pensez-vous que si la législation le permettait, de telles polices pourraient être proposées à vos assurés :

REPONSE.

	C o m p a g n i e s .											
	A ₁	A ₂	B ₁	B ₂	B ₃	B ₄	B ₅	C ₁	C ₂	C ₃	C ₄	C ₅
Si les valeurs représentatives sont exclusivement belges :												
OUI (1)	x	x	x	x								
NON					x	x	x	x	x	x	x	x
Si les valeurs représentatives sont internationales :												
OUI	x	x	x	x	x	x		x				
NON							x		x	x	x	x

(1) Dans le groupe A, une des Compagnies répond : Oui, mais "dans la mesure où le volume des émissions le permet". L'autre Compagnie note : oui, mais la "seconde solution (valeurs internationales) est de loin préférable".

QUESTION 5.

Quelle est la politique de gestion de votre portefeuille ?

REPONSE.

	C o m p a g n i e s											
	A ₁	A ₂	B ₁	B ₂	B ₃	B ₄	B ₅	C ₁	C ₂	C ₃	C ₄	C ₅
Elle réside essentiellement dans un choix adéquat de valeurs à long terme qui demeurent dans le portefeuille jusqu'à leur échéance :				x	x			x	x	x	x	
Elle consiste non seulement en un choix adéquat à l'achat mais aussi en une révision constante du portefeuille :	x	x	x				x	x				x

QUESTION 6.

Estimez-vous que vos opérations d'arbitrage sont limitées par une rigidité ou une étroitesse du marché des Capitaux ?

REPONSE.

	C o m p a g n i e s .											
	A ₁	A ₂	B ₁	B ₂	B ₃	B ₄	B ₅	C ₁	C ₂	C ₃	C ₄	C ₅
OUI (1)	x	x	x	x				x				
NON					x	x	x		x	x	x	x

QUESTION 7.

Votre Compagnie suit-elle une politique d'investissement systématique en ce sens que la part des primes affectée aux réserves mathématiques est investie dans la semaine qui suit l'encaissement ?

REPONSES.

	C o m p a g n i e s .											
	A ₁	A ₂	B ₁	B ₂	B ₃	B ₄	B ₅	C ₁	C ₂	C ₃	C ₄	C ₅
OUI	x		x	x				x	x	x	x	x
NON					x	x	x					

N.B. Parmi les Compagnies qui répondent "NON", deux notent que c'est dans le but d'étudier les possibilités offertes et de profiter des meilleures occasions et une que c'est dû au fait que l'encaissement de ses primes est très irrégulier.

Commentaires

1. Les résultats de cette enquête confirment certains points que nous avons développés dans le premier et le second chapitres : politique d'investissement systématique, opérations d'arbitrage très limitées et surtout importance primordiale de la taille de l'entreprise sur la politique d'investissement.

Les réponses des Compagnies du groupe A montrent que les grandes Compagnies sont conscientes du fait qu'elles peuvent chercher à obtenir un rendement maximal de leurs placements au-delà du cadre des titres à revenu fixe. Elles n'attachent en effet qu'une importance secondaire aux critères de stabilité de la valeur boursière et de régularité du rendement immédiat, elles se jugent capables de gérer en toute sécurité un portefeuille qui ne serait qu'accessoirement garanti par l'Etat et les hypothèques, et elles pensent pouvoir obtenir un rendement élevé d'un portefeuille important de capitaux à risques, qu'ils soient belges ou étrangers.

Les réponses des Compagnies du groupe B sont partagées. Les plus grandes (B_1 et dans une mesure moindre B_2) ont une conception de leur rôle d'investisseur assez proche de celle des grandes Compagnies du groupe A. Mais les réponses des autres (B_3 , B_4 , B_5) sont assez différentes : elles accordent plus d'importance à la stabilité de la valeur boursière et à la régularité du rendement, elles attachent un crédit plus grand à la signature de l'Etat et aux hypothèques, elles ne pensent pas pouvoir gérer efficacement un portefeuille d'actions belges mais elles estiment en général que

cette gestion est possible pour des valeurs internationales.

Les réponses des petites Compagnies du groupe C sont très homogènes. Elles se soucient toutes de la stabilité de la valeur boursière des placements, une seule trouve que le niveau du rendement immédiat est plus important que sa régularité ; la garantie de l'Etat et les hypothèques leur semblent indispensables et toutes jugent impossible la gestion d'un portefeuille important d'actions belges. Enfin une seule de ces Compagnies estime pouvoir gérer un portefeuille d'actions ou parts de Fonds communs de placement internationales. important.

2. Les réponses aux questions (3) et (4) montrent que quatre Compagnies sur les douze qui ont répondu à l'enquête pensent pouvoir gérer un important portefeuille d'actions belges. Ce fait pourrait confirmer l'hypothèse que nous avons faite selon laquelle la législation limite le volume des placements de certaines Compagnies en actions belges car, imposant un maximum de 15 p.c., elle empêche ces Compagnies de se constituer un portefeuille suffisamment rentable et sûr (par la diversification des risques). Nous pensons cependant que cette conclusion ne peut être appliquée qu'aux Compagnies de taille moyenne car les grandes Compagnies (Groupe A) peuvent aisément, en raison du volume de leurs réserves, se constituer un portefeuille d'actions belges équilibré à l'intérieur des 15 p.c. imposés par la loi.
3. Le résultat le plus instructif de cette enquête réside certainement dans une comparaison entre les réponses qui nous

ont été faites et la réalité.

Les réponses des Compagnies du groupe C sont celles qu'on pouvait prévoir ; elles correspondent bien aux moyens et aux objectifs très limités des Compagnies de petite taille. Nous avons en effet remarqué dans le premier chapitre que ces Compagnies devaient sans doute se soucier plus que les autres du degré de liquidité de leurs placements aussi n'est-il pas étonnant de voir l'importance qu'elles attachent à la garantie de l'Etat.

Le fait que ces Compagnies choisissent leurs placements essentiellement en fonction d'un critère de sécurité fondé sur la garantie de l'Etat et les hypothèques ne surprend pas non plus. On peut surtout se demander si ces Compagnies ne seraient pas capables, même avec les quelques millions qu'elles investissent par an, de gérer un portefeuille d'actions et de parts de Fonds communs de placement important. Peut-être est-il difficile d'obtenir à titre individuel une sécurité de gestion suffisante ; mais dans ce cas pourquoi ces Compagnies ne collaboreraient-elles pas ? Est-il en effet si impensable que dix ou vingt petites Compagnies mettent en commun une partie des fonds qu'elles consacrent aux investissements afin d'obtenir un rendement plus sûr et plus élevé d'un grand portefeuille de titres à revenu variable ? Cette solution suppose évidemment un changement radical des idées car nous sommes bien loin actuellement d'une telle conception de la fonction d'assureur.

Les réponses des Compagnies du groupe B et surtout celles du groupe A sont par contre très étonnantes.

Presque toutes ces Compagnies estiment pouvoir gérer un

important portefeuille de titres à revenu variable internationaux et quatre Compagnies sur sept jugent de même pour les valeurs belges.

Pourtant les statistiques montrent que les Compagnies installées en Belgique ne consacrent dans leur ensemble qu'une part minime de leurs réserves à ces titres : 5 p.c. pour les actions belges et 2 p.c. pour les actions étrangères ; or les Compagnies de la taille de celles des groupes A et B ont un poids si prépondérant sur ces statistiques qu'il est peu probable que dans leur cas ces placements dépassent 10 et 4 p.c. de leurs réserves.

On voit donc qu'une étendue considérable sépare les réponses de la réalité et cette constatation ne peut guère amener d'autre conclusion que celle que la plupart de ces Compagnies adoptent souvent par facilité une politique de placement nettement moins dynamique que celle dont elles sont capables (et conscientes de l'être !).

+
+ +

SECTION 4. Conclusions.

1. Les entreprises d'assurance-vie établies en Belgique sont naturellement amenées par le calcul de leur tarif, les termes de leurs obligations et l'esprit de la législation, à adopter une politique de placement orientée essentiellement vers les titres à revenu fixe.
2. La législation semble n'avoir en fait joué qu'un très faible rôle restrictif dans le choix de leurs placements ; mais l'existence de certaines prescriptions a peut-être limité la politique de placement de quelques Compagnies.
3. Les prêts hypothécaires sont, depuis 20 ans, le placement sur lequel se concentre leur activité d'investissement en raison de l'intérêt qu'ils représentent par l'opération connexe d'assurance-vie.
4. Les titres à revenu variable ont toujours occupé une très petite part des actifs représentatifs des réserves mathématiques (tant des petites que des grandes Compagnies) ; les perspectives de plus-value limitées et les prescriptions légales expliquent en partie ce fait dans le cas des valeurs belges, mais ces motifs ne peuvent être invoqués pour les valeurs étrangères.
5. Nous avons vu dans le premier chapitre que les Compagnies d'assurance-vie devaient s'efforcer de maximiser les revenus de leurs placements par un choix judicieux d'actifs sélectionnés dans des limites fondées sur l'estimation des risques acceptables. La conclusion de ce chapitre est qu'en Belgique les Compagnies d'assurances poursuivent cet objectif à l'intérieur de limites très étroites déterminées essentiellement par la signature de l'Etat et les sûretés réelles.

CHAPITRE III

L'ASSURANCE SUR LA VIE ET LA DIMINUTION DU POUVOIR D'ACHAT DE LA MONNAIE

Les entreprises d'assurance sur la vie occupent une place importante dans la vie moderne tant par le besoin primordial de sécurité auquel elles répondent que par l'ampleur des capitaux qu'elles sont amenées à gérer. C'est pourquoi l'Etat a instauré dans la plupart des pays une législation et un service de contrôle dans le but de surveiller la sécurité de l'opération d'assurance. Cette sécurité est d'ailleurs largement établie dans les bases même de l'opération, le calcul des primes étant extrêmement prudent dans l'estimation de ses composantes (couverture du risque de mortalité, frais généraux, rendement des placements). L'assuré peut donc être certain que sa Compagnie sera toujours en état de répondre à ses engagements.

Mais, malgré la prudence de la gestion des entreprises et la rigueur du contrôle administratif, un risque redoutable n'est pas couvert : le risque de baisse du pouvoir d'achat de l'unité monétaire.

SECTION 1. Le risque monétaire.

§ 1. L'assurance-vie et la monnaie.

1. La monnaie étant le moyen de paiement et le numéraire acceptés universellement pour régler toute opération économique, les engagements de l'assureur sont définis sous forme d'un montant monétaire fixé lors de la conclusion du contrat et appelé la somme assurée.

Théoriquement la monnaie devrait toujours conserver ce rôle d'intermédiaire neutre dans les échanges mais en fait, l'histoire des prix montre que sa fonction d'unité de compte s'est considérablement détériorée au cours des âges, et spécialement depuis qu'elle se présente sous la forme d'engagements sans valeur intrinsèque d'organismes d'émission.

2. La baisse du pouvoir d'achat de la monnaie est un phénomène néfaste pour toute épargne et particulièrement redoutable pour l'opération d'assurance-vie car il mine la nature même du contrat. Pour que l'assurance atteigne son but, il ne suffit pas en effet que l'assureur remplisse ses obligations en versant le nombre d'unités monétaires inscrites au contrat ; il faudrait encore que ses prestations aient une valeur réelle équivalente à celle pour laquelle le contrat fut souscrit. Or, les contrats d'assurance-vie s'étendant généralement sur plusieurs dizaines d'années, il arrive trop souvent que les unités monétaires que l'assuré (ou le bénéficiaire) reçoit à l'extinction du contrat ne valent plus qu'une fraction de ce qu'elles valaient au moment de sa souscription.

3. La solution la plus satisfaisante de ce problème serait évidemment que l'Etat maintienne rigoureusement le pouvoir d'achat de la monnaie en jugulant toute hausse de prix des biens de consommation. Mais en fait, non seulement l'Histoire montre qu'un tel objectif est irréalisable à long terme mais de plus, la théorie économique elle-même s'y oppose souvent puisqu'un léger (1) degré d'inflation est généralement considéré comme plus favorable que néfaste à l'Economie du pays car elle allège les charges financières de l'industrie et, révélant une demande soutenue, elle pousse les entreprises à accroître leur production et à assurer le plein-emploi.
4. C'est pourquoi l'érosion monétaire constitue en fait un risque qui s'ajoute au risque de décès (ou de vie) contre lequel on s'assure mais il altère à ce point la nature du contrat d'assurance-vie que la fonction de l'assureur peut en perdre toute substance.

§ 2. Risque monétaire et risques assurables.

1. Puisque la détérioration du pouvoir d'achat de la monnaie constitue en somme un risque qui s'ajoute aux risques déjà couverts par l'opération d'assurance, il faut d'abord voir dans quelle mesure ce risque ne pourrait être lui-même assuré.
2. Pour pouvoir être assuré, un risque doit réaliser trois conditions fondamentales :

(1) Or une hausse des prix très modérée de 1,5 p.c. l'an entraîne après 30 ans une baisse de 36 p.c. du pouvoir d'achat de la monnaie ; si elle est de 2 p.c., la réduction sera de 45 p.c. et si elle est de 2,5 p.c., la réduction atteindra 52 p.c.

- a) il faut disposer, sur l'incidence de ce risque, de statistiques suffisamment complètes pour pouvoir en faire une étude sérieuse ;
- b) il faut que les manifestations du risque, observées pendant une certaine période et dans un certain cadre, puissent être exprimées sous forme d'une loi qui permette d'en calculer la fréquence probable ;
- c) il faut enfin pouvoir assurer un grand nombre d'objets de même nature exposés à ce risque, afin de pouvoir répartir les risques individuels au sein d'une communauté de risques pour obtenir une compensation fondée sur la loi des grands nombres.

3. Il apparaît clairement qu'aucune des conditions ne peut être réalisée dans le cas du risque monétaire. En effet les deux premières conditions ne peuvent être respectées pour la simple raison que la définition même de la monnaie et le calcul de son pouvoir d'achat ne sont ni stables ni universellement reconnus. D'ailleurs même lorsque ce problème peut être résolu (par l'unicité du moyen de paiement et la simplicité des échanges) l'histoire des prix montre qu'il est impossible d'exprimer une loi de distribution des probabilités de ce risque (1).

Et enfin, même si les deux premières conditions étaient remplies, le risque n'en demeure pas moins impossible à assurer puisque l'assureur ne peut répartir les risques individuels au sein d'une communauté. Le risque monétaire est en effet un risque dit catastrophique puisque sa réalisation affecte en même temps et dans une même proportion

(1) G. Avenel : "Les enseignements de l'histoire des prix" - Paris 1903.

tous les objets assurés. Et on ne peut même espérer obtenir une compensation entre différentes monnaies étant donné leur degré élevé de dépendance.

4. En somme on sait seulement que le risque de dépréciation de la monnaie existe mais on ne peut prévoir ni son éventualité ni sa gravité à long terme, ce qui exclut toute opération d'assurance.

Il faut donc rechercher toutes les autres solutions possibles et mettre en oeuvre celles qui semblent pouvoir le mieux conserver le pouvoir d'achat du capital souscrit.

+
+ +

SECTION 2. Les différentes méthodes de protection du pouvoir d'achat du capital assuré.

Nous analyserons cinq méthodes qui sont les plus utilisées ou les plus souvent invoquées pour protéger le capital assuré de l'érosion monétaire.

On peut classer ces méthodes en trois groupes selon l'option qui est faite en les adoptant :

1. Soit on décide de rester dans le cadre classique de la capitalisation car on estime que le système peut fournir de lui-même cette protection en procurant à l'assuré une part des bénéfices recueillis par l'assureur (§ 1).
2. Soit on estime que le système de capitalisation est incapable de fournir une protection suffisante et on opte alors pour l'adoption partielle ou totale du système de répartition souvent utilisé dans le cadre des assurances sociales (§ 2).
3. Soit enfin on choisit une solution intermédiaire en demeurant dans le système de capitalisation mais en l'adaptant selon différents procédés ; nous verrons trois méthodes dans ce contexte :
 - la police d'investissement (§ 3)
 - la clause d'indexation (§ 4)
 - la clause de progression tarifaire (§ 5)

+
+ +

§ 1. La participation aux bénéfices.

1. La participation des assurés aux bénéfices de leur Compagnie est considérée dans de nombreux pays comme la meilleure méthode de défense du pouvoir d'achat du capital assuré. Cette méthode consiste à répartir entre les différents assurés, à la fin de chaque exercice, la majeure partie des bénéfices techniques réalisés par la Compagnie ; les bénéfices qui leur sont alloués sont alors accumulés par l'assureur dont les prestations s'accroissent ainsi au fil des ans.
2. Cette participation aux bénéfices peut parfois procurer une plus-value importante au capital assuré, particulièrement lorsque les Compagnies travaillent avec des tables de mortalité périmées et un taux de capitalisation très faible.

Ainsi certaines Compagnies belges ont offert en 1968 à leurs assurés un taux de participation aux bénéfices de 1,4 p.c. (1) ; dans le cas d'une police d'assurance-vie de 30 ans qui arrivait à échéance cette année, ce taux procurait une plus-value de 35 p.c. du capital assuré. C'est un résultat certainement intéressant puisque cette plus-value aurait compensé les effets d'une baisse moyenne du pouvoir d'achat de la monnaie de 1,5 p.c. par an au cours de ces 30 ans.

(1) C'est le taux de participation le plus élevé jamais atteint en Belgique ; c'est aussi la dernière année où les Compagnies ont travaillé sur la base de tables de mortalité de 1904 ou de 1928-32 et d'un taux d'intérêt de 3 ou 3,5 p.c.

La méthode de calcul des bénéfices alloués aux assurés est (capital assuré) x (taux de participation aux bénéfices) x (N-5), où N désigne le nombre d'années écoulées depuis la souscription du contrat.

Dans certains cas, la participation aux bénéfices peut même permettre une protection intégrale du pouvoir d'achat du capital souscrit ainsi que le montre l'exemple suivant :

- Compagnie anglaise "PRUDENTIAL" (op. cit. p. 23), police mixte de £ 4.000 souscrite le 1.1.1952 ; participation aux bénéfices acquise au 31.12.1968 : £ 2.472 soit 61 % du capital assuré ;
- Indice du coût de la vie anglais, base 1952 = 100, au 31.12.1968 = 159.

3. Pourtant il nous semble difficile de considérer la participation aux bénéfices comme une méthode de défense du pouvoir d'achat du capital souscrit car d'abord elle ne permet le plus souvent qu'une protection insuffisante, mais surtout elle ne résoud pas le problème. La participation aux bénéfices n'est en effet rien d'autre que la simple réfaction d'un prix provisoire payé pour le contrat d'assurance. Le prix provisoire, c'est la prime que l'assuré a payée suivant un tarif qui, par prudence, contient une marge de sécurité importante dans l'estimation de ses composantes (risque de mortalité, revenus des placements, et frais généraux). C'est pourquoi la Compagnie fait naturellement un bénéfice (ne fut-ce que par le fait que la durée de vie de la population s'accroît au fil des ans) ; or ce bénéfice appartient bien évidemment aux souscripteurs de polices en fonction de leur part contributive. Le système de partage des bénéfices n'est donc qu'un simple ajustement a posteriori des primes, totalement indépendant du degré d'inflation de l'économie du pays, de sorte qu'il ne peut être réellement considéré comme un moyen de lutte contre la perte de pouvoir d'achat du capital assuré.

§ 2. Introduction totale ou partielle du système de répartition.

1. Nous avons vu que les assurances privées classiques fonctionnaient suivant une technique d'équilibre comptable à long terme entre les ressources et les dépenses de la Compagnie, technique fondée sur la capitalisation individuelle.

La première question qu'il faut se poser dans la recherche de méthodes de lutte contre les effets de l'érosion monétaire est de savoir s'il faut rester dans le cadre de la capitalisation ou s'il n'est pas préférable d'adopter plus ou moins intégralement le système de la répartition généralement utilisé pour les assurances sociales.

2. A l'inverse du système de capitalisation, le système de répartition ne contient aucun élément d'épargne. C'est en effet une technique d'équilibre comptable temporaire entre les ressources et les dépenses du Fonds, fondée sur la répartition plus ou moins immédiate des cotisations entre les bénéficiaires (1). L'idée d'adopter le système de la répartition pour mieux défendre le pouvoir d'achat des capitaux assurés résulte de la constatation que, dans certains cas, les prestations des Fonds de Pension conservent un pouvoir d'achat élevé, même sans l'intervention de l'Etat. En effet, à condition que le nombre des coti-

(1) En fait la répartition entre ressources et dépenses annuelles est rarement intégrale car dans le but de conserver une certaine stabilité au taux de cotisation (et à l'intervention de l'Etat), on calcule généralement ceux-ci de façon que les ressources annuelles excèdent les dépenses projetées pendant un certain nombre d'années. Il y a alors formation d'une réserve qui est placée en titres rémunérateurs dont le rendement accroîtra encore le niveau des prestations.

sants reste assez stable (ou en tout cas ne décroisse pas), le Fonds disposera de ressources qui croîtront au fil des ans en raison inverse du taux d'érosion monétaire puisque ces ressources sont composées de cotisations qui représentent une fraction déterminée de salaires indexés au coût de la vie.

On peut donc penser qu'en reliant capitaux et primes à l'indice du coût de la vie et en adoptant le système de la répartition, les Compagnies d'assurance-vie privées pourraient protéger efficacement leurs assurés de la perte de pouvoir d'achat de la monnaie.

3. Il semble cependant que l'adoption du système de la répartition dans le cadre des assurances privées rencontre des obstacles quasi insurmontables. Le premier et le plus important de ces obstacles est le fait que l'équilibre de ce système repose sur l'hypothèse que le nombre des cotisants-assurés ne risque pas de décroître. C'est une hypothèse réellement insoutenable, à moins d'être affectée d'une garantie d'intervention de l'Etat, ce qui ne peut se concevoir que dans un cadre restreint et des considérations sociales particulières (1). Le second obstacle est que la répartition à l'état pur est la négation même de l'épargne et même lorsque le système contient un certain élément de réservation, celui-ci n'est constitué qu'à titre d'appoint. Aussi l'adoption du système de répartition dans le cadre des assurances privées peut-il avoir des conséquences graves pour l'économie du pays en la privant d'une part de la masse de capitaux à long terme que

(1) Notons d'ailleurs que même dans le cas des assurances sociales le système de la répartition est souvent critiqué sinon abandonné. Entre autres la Suède a récemment changé tout son système de pensions pour l'adapter à la technique de la capitalisation.

lui procurait le système de capitalisation. Et enfin, "last but not least", il semble peu probable que dans un pays à structure démographique aussi vieille que le nôtre, la répartition puisse procurer pour le même coût un niveau de prestations plus élevé que la capitalisation.

+
+ +

Il semble donc que le système de capitalisation soit le cadre le plus susceptible d'engendrer des méthodes efficaces de défense du pouvoir d'achat du capital assuré.

Nous avons vu cependant qu'en Belgique, ce système ne pouvait procurer de lui-même ces méthodes, aussi faut-il l'adapter de telle façon que le capital assuré puisse s'accroître en raison inverse de la perte de pouvoir d'achat de la monnaie.

Nous avons vu dans le premier chapitre que le contrat classique d'assurance réunissait trois éléments : le capital assuré, la prime et la réserve mathématique. Ces trois éléments sont liés par une relation algébrique de sorte que si on désire modifier en cours de contrat le capital assuré, il faudra adapter en conséquence non seulement la prime mais aussi la réserve mathématique (puisque'elle a été constituée par une prime trop faible pour assurer le nouveau capital).

La réserve mathématique résulte de l'accumulation des primes d'épargne c'est-à-dire de la partie de chaque prime qui excède la prime de risque ; l'assureur met en réserve ces primes d'épargne en les plaçant en valeurs réelles ou financières qui lui procurent un certain revenu. Le seul élément qui puisse permettre une adaptation des réserves

mathématiques est donc le revenu des placements. En d'autres termes, si l'on désire modifier régulièrement le capital assuré sans imputer l'ensemble du coût à l'assuré, il faut que l'assureur puisse trouver dans ses placements une source de revenu suffisante que pour pouvoir adapter ses réserves.

Nous présenterons les trois méthodes les plus répandues dans ce contexte et nous analyserons dans chaque cas la façon dont est modifié le capital assuré et les obligations qui en résultent pour l'assuré et l'assureur.

+
+ +

§ 3. La police d'investissement.

A. Le principe.

Cette méthode de défense du pouvoir d'achat du capital souscrit est fondée sur le raisonnement suivant : les titres à revenu variable sont un placement qui est directement lié à l'activité productrice du pays de sorte que leur valeur suit d'assez près les fluctuations du coût de la vie; aussi le problème de la revalorisation des capitaux assurés pourra-t-il être résolu en plaçant essentiellement en actions les réserves mathématiques de la Compagnie et en indexant capitaux et primes à la valeur du portefeuille. Les polices d'investissement sont surtout connues dans les pays où le législateur laisse aux Compagnies une grande liberté dans le choix de leurs placements (Grande Bretagne, Pays-Bas).

Cependant le nombre d'expériences dans ce domaine est trop limité que pour pouvoir tirer des conclusions définitives sur l'efficacité de cette méthode ; les polices d'investissement se sont en effet surtout développées depuis 10 ans, ce qui est sans doute une période trop courte que pour pouvoir retirer tous les fruits de la politique de placement sur laquelle elles sont fondées.

B. Exemple.

Nous donnerons ci-après les résultats obtenus par deux Compagnies qui ne s'occupent que de ce genre de polices mais les proposent sous une forme assez différente.

1°) Compagnie DE WAERDYE.

- a) C'est une Compagnie hollandaise qui fut fondée en 1956 (1). Elle permet aux assurés de souscrire la plupart des polices d'assurance-vie de genre classique (vie entière, mixte, temporaire) et place ses réserves mathématiques uniquement en parts du Fonds commun de placement ROBECO. Ses tarifs sont basés sur des tables de mortalité de 1947-1949 et 1956-1960 et un taux d'intérêt de 3,5 p.c. ; ils sont exprimés en unités appelées "Waerdye-Fractie" (en abrégé : wf), qui sont des unités de compte représentatives de la valeur du portefeuille (de parts ROBECO) de la Compagnie. L'assuré s'engage donc à payer chaque année une prime qui varie selon la valeur-florin de la wf, tandis que l'assureur s'en-

(1) C'est, à notre connaissance, la seule Compagnie qui offre des polices d'investissement depuis plus de 10 ans.

gage à payer au moment de l'extinction de la police une somme qui correspond au nombre de wf souscrites et au cours de la wf du moment (en somme, il s'agit d'un système tout-à-fait classique mais dans lequel le tarif est exprimé en unités de compte wf alors qu'il est habituellement exprimé en unités monétaires).

b) Résultats :

- exemple d'une police de genre mixte souscrite en janvier 1957 par un homme âgé de 30 ans pour une durée de 30 ans et un capital de 100.000 wf. La prime annuelle est de 2.983 wf.

- évolution de la valeur en florins de la wf :

jv 1957 : 0,95 f	jv 1963 : 1,39 f
jv 1958 : 0,85	jv 1964 : 1,52
jv 1959 : 1,13	jv 1965 : 1,58
jv 1960 : 1,41	jv 1966 : 1,57
jv 1961 : 1,51	jv 1967 : 1,41
jv 1962 : 1,65	jv 1968 : 1,68
	jv 1969 : 1,96

- on constate donc qu'en l'espace de 12 ans, la valeur monétaire du capital souscrit s'est accrue de 106 p.c. On remarque également que, sauf en 1958, la plus-value de la wf semble avoir protégé très efficacement le capital de cet assuré contre l'érosion monétaire (1). Par contre,

(1) La hausse de l'indice du coût de la vie fut en effet en moyenne de 2,6 % par an au cours de la période 1957-1968 (N.V. De Waerdyne, verslag over het boekjaar 1968).

l'assuré qui aurait souscrit une police d'assurance en janvier 1962 aurait dû attendre 6 ans pour enregistrer une hausse de valeur du capital souscrit.

2°) Compagnie INTERNATIONAL LIFE INSURANCE.

- a) C'est une Compagnie anglaise qui a été fondée en 1963 (elle fait partie du groupe I.O.S.). Ses polices d'investissement sont uniquement des polices du genre mixte avec un terme fixe de 10 ans (mais il existe de nombreuses combinaisons permettant à l'assuré de renouveler son contrat tous les 10 ans à des conditions avantageuses).

De plus, le système de gestion de ces polices est très différent du système de capitalisation classique, quoique l'aspect extérieur soit identique.

Pour expliquer ce système, prenons le cas d'un homme de 30 ans qui souscrit une police pour un capital assuré de £ 1.000 ; il devra verser pour cette police une prime annuelle de £ 103-18-0. Le montant élevé de cette prime s'explique par le fait qu'elle ne sert qu'accessoirement à couvrir le risque de décès. En effet une part très importante (et connue à l'avance) de cette prime est consacrée uniquement à l'investissement : £ 47-15-2 la première année, £ 35-12-0 la seconde année, et £ 39-5-7 les années suivantes ; cet investissement étant effectué par l'achat de parts (ou "equity units", en abrégé :

e.u.) représentatives du portefeuille de la Compagnie (1). L'assuré devient ainsi propriétaire d'un certain nombre de parts (ce nombre dépendant à la fois du montant consacré à l'investissement et du cours de l'e.u. au moment du versement des primes). Au moment de l'extinction du contrat (que ce soit par le décès de l'assuré ou au terme des 10 ans), la Compagnie doit donc verser deux montants :

- 1 - le capital assuré
- 2 - la somme correspondant au nombre de parts allouées à l'assuré

b) Résultats :

En prenant la police dont nous venons de donner les caractéristiques et en supposant qu'elle a été souscrite en décembre 1963, on obtient les résultats suivants :

Année	Montants investis au 31-12 (a)	Cours de l'e.u. au 31-12 (b)	Nombre d'e.u. achetées (c)=(a)/(b)	Nombre total d'e.u. possédées par l'assuré au 31-12
1963	£ 47-15-2	£ 4-10-6	10,554	10,554
1964	85-12-0	5-3-3	15,604	27,158
1965	89-5-7	6-6-7	14,106	41,264
1966	"	6-2-3	14,535	55,349
1967	"	9-10-11	9,386	65,235
1968	"	13-8-11	6,640	71,375

(1) Ce portefeuille est composé presque uniquement de parts de Fonds communs de placement parmi lesquels les Fonds "Fund of Funds" occupent une place dominante.

Donc en cas de décès de l'assuré pendant l'année 1969, la Compagnie paiera aux bénéficiaires de la police les £ 1.000 de capital assuré et 71,875 parts à la valeur de l'e.u. au moment du décès. Si, par exemple, ce décès était survenu en mai 1969, le cours de l'e.u. étant à ce moment £ 12-15-6, les bénéficiaires de la police auraient reçu en plus du capital assuré :

$$(71,875) \times (£ 12-15-6) = £ 865-6-11.$$

Le résultat obtenu est donc très impressionnant puisque, pour un montant d'environ £ 641 de primes versées par l'assuré, les bénéficiaires reçoivent environ £ 1.865 ! On ne peut évidemment attacher une signification trop grande à ce résultat puisqu'il faudrait au minimum une évolution de 10 ans pour pouvoir analyser l'efficacité du système.

Notons cependant que même dans l'hypothèse où le cours de l'equity unit se dégraderait progressivement dans les cinq dernières années du contrat pour retomber à £ 9 la dernière année, on constate que l'assuré recevra encore un montant d'environ £ 1.000 de ses investissements, de sorte que le capital total versé par la Compagnie sera égal au double du capital assuré (et presque au double de la somme des primes versées par l'assuré).

C. Conclusions.

Malheureusement le nombre d'expériences en matière de polices d'investissement est réellement trop limité que pour permettre de tirer des conclusions définitives sur l'efficacité de cette méthode de protection du pouvoir d'achat du capital

assuré. Cependant la conception même de ces polices peut donner lieu aux remarques suivantes :

- 1) Dans les polices du genre de celles de la Compagnie I.L.I. l'assuré doit payer un prix très élevé pour le seul élément d'assurance-vie car la majeure partie de la prime est consacrée à l'investissement.
- 2) Dans les polices du genre de celles de la Compagnie Waerdye, l'assurance peut devenir très lourde à supporter pour l'assuré si l'unité de compte s'accroît à un rythme plus élevé que le coût de la vie.
- 3) Dans les deux cas, le fait que l'unité de compte peut fluctuer assez fortement risque de réduire beaucoup l'efficacité du système (par exemple si les prestations de la Compagnie ont lieu lors d'une forte baisse de l'unité de compte). Remarquons toutefois que les deux Compagnies que nous avons citées permettent à l'assuré de prolonger sa police pendant deux ans à des conditions très avantageuses au cas où l'unité de compte serait très basse au moment des prestations.

En conséquence, ces polices semblent s'adresser plutôt à une catégorie d'assurés qui sont prêts à payer un prix élevé dans l'espoir d'obtenir un résultat maximum de leur police qu'à la grande masse des assurés qui désirent seulement voir protéger au mieux et au moindre coût le pouvoir d'achat de leur capital.

+
+ +

§ 4. La clause d'indexation.

A. Le principe.

Pour éviter les fluctuations défavorables que peuvent connaître les polices d'investissement, on peut songer à une autre méthode qui consiste à rattacher les obligations du contrat classique d'assurance à l'indice officiel du coût de la vie (à l'instar de ce qui se fait dans les assurances sociales). Ce serait en effet une solution radicale du problème de la perte de pouvoir d'achat du capital assuré (1) ; mais la question est évidemment de savoir si cette solution peut être envisagée dans le cadre du système de capitalisation.

B. Exemples.

1. La Finlande est sans doute le seul pays où les autorités monétaires considèrent l'inflation comme un phénomène naturel (qu'il faut bien sûr limiter), de sorte que le sort des créances à long terme y est séparé du sort de la monnaie nationale par l'introduction de clauses d'indice variable basées sur l'indice officiel du coût de la vie. Ce système, largement institutionnalisé, conduit au partage entre créiteurs et débiteurs d'une partie ou de la totalité des pertes dues à l'inflation.

Dans le cas des contrats d'assurance-vie, ce système fonctionne de la façon suivante :

(1) Pour autant évidemment que cet indice reflète adéquatement l'évolution du pouvoir d'achat de la monnaie.

- les primes et le capital assuré ne peuvent être rattachés directement à l'évolution de l'indice du coût de la vie que pendant les trois premières années du contrat ; dans les années suivantes, l'indexation est limitée à 50 p.c. de l'indice du coût de la vie.
- l'adaptation ne se fait qu'une fois par an et à condition que l'indice officiel (du coût de la vie) ait augmenté d'au moins 5 p.c.
- seuls les contrats du type mixte souscrits pour une période minimale de 30 ans peuvent être indexés de la sorte.
- enfin le tarif prévoit pour ce genre de contrat une commission d'acquisition de 13,5 p.c. du capital.

Cette solution n'est pas très satisfaisante pour l'assuré puisqu'il ne peut espérer conserver qu'une partie du pouvoir d'achat du capital souscrit (et uniquement dans le cas où il l'a souscrit pour une durée d'au moins 30 ans). Mais surtout il semble bien que ce soit l'assuré qui supporte à lui seul tout le coût de l'indexation en payant une commission d'acquisition exorbitante (cette commission est en effet généralement de 3 ou 4 p.c. du capital assuré).

2. Dans de nombreux autres pays, parmi lesquels la Belgique, l'assuré a la possibilité d'indexer le capital souscrit à l'indice du coût de la vie en souscrivant à des clauses appelées clause d'indexation ou clause de péréquation (Belgique).

Mais il s'agit en fait de fausses clauses d'indexation puisque la prime n'est pas indexée ; en effet à chaque modification du capital, l'assuré doit payer une prime supplémentaire calculée en fonction de la majoration du

capital, de l'âge de l'assuré à ce moment et de la durée du contrat restant à courir, de sorte que ces clauses ne proposent en fait rien d'autre que la souscription de contrats d'assurance successifs et complémentaires. Ce système n'est donc certainement pas avantageux pour l'assuré car il doit supporter à lui seul tout le coût de l'indexation, et ce coût peut devenir réellement prohibitif dans les dernières années du contrat.

3. Nous avons vu que pour modifier en cours de contrat le capital assuré, il fallait modifier en conséquence non seulement la prime mais aussi la réserve mathématique. Les deux exemples de clauses d'indexation que nous venons d'exposer montrent que c'est généralement l'assuré qui doit assumer ces deux adaptations ; nous n'avons d'ailleurs trouvé aucun exemple dans lequel l'assureur prenait en charge ne fut-ce qu'une partie de l'adaptation de la réserve mathématique. Or nous savons que cet assureur peut en tous cas participer aux frais de cette adaptation puisque le calcul très prudent des primes lui procure un revenu supérieur à celui qui est strictement nécessaire pour couvrir ses obligations (ce qui fait apparaître un bénéfice technique qui est en grande partie rendu aux assurés sous forme de participation aux bénéfices).

L'assureur ne pourrait-il alors effectuer seul l'adaptation de sa réserve mathématique ? Pour répondre à cette question (pour la Belgique), nous avons construit un exemple fictif composé d'un groupe de 10.000 polices de genre mixte (10/10) dont nous avons indexé primes et capitaux à l'indice du coût de la vie (base 1953 = 100) calculé par l'I.N.S.

Hypothèses de l'exemple :

- 1°) Ces polices sont toutes souscrites le 1-1-1953 par des hommes âgés de 35 ans pour une durée de 15 ans et un capital initial assuré de 200.000,- F (leur prime de base est selon l'ancien tarif de 12.380,- F, taxe non comprise).
- 2°) La mortalité réelle est égale à la mortalité calculée par la table de mortalité brute pour hommes (1959-63).
- 3°) Les Frais Généraux (1) de la Compagnie comprennent (par police) :
- a) des frais d'acquisition de 4,4 p.c. du capital assuré, amortis en 15 ans au taux de 3,5 p.c. l'an (764,- F) ;
 - b) des frais d'encaissement de 2 p.c. de la prime initiale, par an (248,- F) ;
 - c) des frais de gestion de 3 p.mille du capital assuré, par an (600,- F).
- 4°) Il n'y a ni rachats ni prêts sur polices
- 5°) Pour simplifier les calculs, nous avons adopté l'hypothèse suivante :
- l'assureur encaisse au 1er janvier de chaque année les primes des polices encore existantes ; il déduit de ce montant les sommes nécessaires pour couvrir les frais généraux et les prestations de l'année et investit le solde. En fin d'année, il soustrait du montant de ses placements une somme qui constitue son bénéfice (11 millions de francs, soit de 7 à 9 p.c. des primes encaissées).

(1) On trouvera à l'annexe II la description des composantes des Frais Généraux et du Bénéfice choisis dans cet exemple.

Le tableau doit se lire de
la façon suivante :

- 1953 : - l'assureur encaisse au 1er janvier 12.380 x
 10.000 = 123.800.000,- F de primes (col. 6) ;
 - il déduit de ce montant 16.120.000,- F pour
 couvrir ses frais généraux et 3.400.000,- F
 pour payer les capitaux des 17 polices qui
 s'éteignent cette année ;
 - il lui reste donc 104.280.000,- F (col. 9)
 qu'il consacre à l'achat d'actifs rémunérateurs ;
 - en fin d'année, il déduit du montant de ces
 actifs et de leurs revenus une somme de 11
 millions qui constitue son bénéfice ; le solde
 représente les réserves qui lui permettront de
 répondre à ses obligations futures envers les
 assurés (voir notice explicative p. 99).

Le même processus se répète chaque année de sorte que les
 réserves de l'assureur s'accroissent chaque année
 jusqu'en 1967 ; il faut qu'au 31-12-1967 ces réserves
 permettent de payer aux 9.458 assurés encore en vie les
 capitaux (2.534.744.000,- F) de leurs polices qui
 s'éteignent le lendemain

Evolution des opérations de
l'assureur :

Années	Table H (1959-63)		Indice I.N.S. du coût de la vie (3)	Prime par police indexée (4) = 12.380,-F x (3)	Capital par police indexé (5) = 200.000,-F x (3)
	Assurés en vie, début d'année (1)	Décès pendant l'année (2)			
1953	10.000	17	100	12.380	200.000
1954	9.983	20	101	12.504	202.000
1955	9.963	20	101	12.504	202.000
...					
1961	9.305	36	111	13.742	222.000
...					
1966	9.583	60	130	16.094	260.000
1967	9.523	65	134	16.589	268.000
1-1-68	9.458				

Années	Primes encaissées (6) = (4) x (1) x 1.000,- F	Frais Généraux (7) (x 1.000,- F)	Prestations (8) = (5) x (2); x (1) (x 1.000, F)	Fonds dis- ponibles pour invest. (9) = (6) - (7) - (8) (x 1.000, F)
	1953	123.800	16.120	3.400
1954	124.827	16.105	4.040	104.682
1955	124.577	16.089	4.040	104.448
...				
1961	134.740	15.955	7.992	110.793
...				
1966	154.229	15.766	15.600	122.863
1967	157.977	15.716	17.420	124.841
1-1-68			2.534.744	

E v o l u t i o n d e s r é s e r v e s d e
l ' a s s u r e u r :

1. Si cette Compagnie avait placé ses fonds (col. 9) en valeurs classiques dont elle aurait retiré un rendement (net) égal à celui qui est calculé par le service de contrôle des assurances et si elle en avait soustrait en fin de chaque année une somme de 11 millions à titre de bénéfices, ses réserves auraient évolué comme suit :

<u>Années</u>	<u>Taux d'intérêt (en p.c.)</u>	<u>Réserves de l'assureur en fin d'année (1)</u> (milliers de francs)
1953	5,-	98.494
1954	5,-	202.334
...		
1961	5,1	1.131.861
...		
1966	5,5	2.079.330
1967	5,5	<u>2.320.639</u>

(1) Notice explicative

1953 : - fonds investis au 1-1 (col.9) : 104.280.000,-F
- valeur du fonds au 31-12 : 104.280.000 +
(104.280.000) . 0,05 = 109.494.000,- F
- réserves de l'assureur au 31-12 : 109.494.000
- 11.000.000 (alloc. aux bénéfices) = 98.494.000 F

1954 : - fonds investis au 1-1 : 104.681.848,- F
- valeur du fonds au 31-12 : 104.681.848 +
(104.681.848) . 0,05 = 109.915.940,- F
- réserves de l'assureur au 31-12 : 109.915.940 -
11.000.000 = 98.915.940 ; 98.915.940 +
98.494.000 + (98.494.000) . 0,05 = 202.334.640 F

1967 : - fonds investis au 1-1 : 124.841.543,-F ;
- valeur du fonds au 31-12 : 124.841.543 +
(124.841.543) . 0,055 = 131.707.828,- F
-réserves de l'assureur au 31-12 : 131.707.828 -
11.000.000 = 120.707.828 ; 120.707.828 +
2.079.330.280 + (2.079.330.280) . 0,055 =
2.320.639.264,- F

L'opération se solde donc par un déficit puisqu'il manque à cet assureur 214 millions pour pouvoir respecter ses obligations le 1.1.68.

- 2°) Par contre, cette Compagnie aurait pu respecter aisément ses obligations si elle avait investi ses fonds dans des valeurs qui lui eussent rapporté un taux de rendement (net) moyen de 6,5 p.c. au cours de cette période. De plus, elle aurait pu soustraire chaque année à ses fonds 1 million de plus afin de constituer une provision supplémentaire pour couvrir les moins-values éventuelles de son portefeuille.

En effet, ses réserves auraient dans ce cas évolué comme suit (en milliers de francs) :

1953	99.053	
1954	204.983	
...		
1961	1.206.309	
...		
1966	2.239.649	
1967	<u>2.559.432</u>	soit 24 millions de plus que ce qui lui serait nécessaire pour remplir ses obligations au 1-1-68.

C. Conclusions.

1. L'exemple fictif que nous avons construit montre que, pour adapter lui-même sa réserve mathématique, l'assureur aurait dû retirer de ses placements un rendement net annuel de 6,5 p.c. Cet objectif (1) n'est pas difficile à atteindre en

(1) qui est certainement un objectif maximum car nous nous sommes montré extrêmement prudent dans l'estimation des frais et des bénéfices de l'assureur (cfr. Annexe II).

théorie car les assureurs qui ont bien voulu nous donner des détails de leur portefeuille d'actions nous ont déclaré en retirer un rendement net (dividendes et réalisations de titres) généralement supérieur à 7 p.c. par an au cours de ces quinze dernières années. Mais évidemment dans la pratique, c'est-à-dire dans notre cadre législatif actuel, cet objectif semble plus difficile à réaliser.

2. De plus cet exemple fictif a un défaut important : il est basé sur un indice du coût de la vie dont la hausse a été régulière et assez limitée au cours de la période envisagée. Or, le problème principal que pose les clauses d'indexation provient du fait que l'indice enregistré certaines années des hausses très fortes qui peuvent obliger l'assureur à faire face à des prestations considérables.

En fait si l'assureur doit assumer seul l'adaptation de la réserve mathématique, la garantie de l'Etat semble presque indispensable car les fortes fluctuations de l'indice risquent certaines années de mettre l'assureur dans une position insolvable ; or on ne peut évidemment concevoir la garantie de l'Etat que dans un cadre particulier tel que les assurances sociales.

3. Cependant cette conclusion ne justifie pas le fait que ce soit toujours l'assuré qui supporte les frais de l'adaptation des réserves mathématiques, car il semble parfaitement réalisable de partager ces frais entre assureurs et assurés.

En effet dans l'exemple que nous avons proposé, si les assurés avaient versé une prime de base augmentée de 5 p.c., nous avons calculé que l'assureur serait parvenu à respecter ses obligations en retirant de ses placements un rendement annuel net de 5,7 p.c., ce que tout assureur peut certainement réaliser.

§ 5. La clause de progression tarifaire.

A. Le principe.

Il est peu probable en fait qu'un assureur accepte de partager avec l'assuré les frais d'une police rattachée à l'indice du coût de la vie. En effet même si l'assureur se constitue grâce à des placements plus rémunérateurs un fonds spécial pour couvrir les effets d'une forte hausse de l'indice, il restera toujours une marge d'incertitude que peu d'assureurs peuvent accepter d'assumer.

La meilleure méthode ne serait-elle pas alors de choisir un objectif plus limité en rattachant les obligations de la police à un taux de progression fixe et modéré (par exemple : 2 p.c. par an). Cette clause de progression tarifaire ne garantit (sans doute) pas de façon directe une protection intégrale du capital assuré, mais elle a le grand avantage de permettre à l'assureur de s'engager à partager les frais de la protection car il peut toujours prévoir l'étendue de ses obligations futures.

Cette clause est utilisée dans un certain nombre de pays et en particulier en Belgique, les grandes Compagnies viennent de la proposer il y a quelques mois à leurs assurés sous le nom de clause de revalorisation (son application est cependant limitée aux polices qui prévoient un capital "décès" d'au moins 400.000,- F).

B. Exemple.

Nous avons eu de nouveau recours à un exemple fictif pour estimer les obligations qui incombent à l'assureur. Cet exemple est composé d'un groupe de 1.000 polices de genre

mixte dont le capital et les primes s'accroissent chaque année de 2 p.c.

H y p o t h è s e s :

1. Ces contrats sont tous souscrits le 1-1-69 par des hommes âgés de 35 ans pour une durée de 30 ans et un capital initial de 500.000,- F. Selon le nouveau tarif belge, leur prime de base s'élève à 13.900,- F (taxe non comprise).
2. Les Frais Généraux (1) de la Compagnie se composent de :
 - a) frais d'acquisition : 4,4 p.c. du capital (initial), amortis en 10 ans au taux de 4 p.c. par an (2.712,-F)
 - b) frais d'encaissement : 2 p.c. de la prime (indexée) par an (278 à 494,- F suivant les années)
 - c) frais de gestion : 2,5 pour mille du capital (initial) par an (1.250,- F).
3. Nous reprenons les mêmes hypothèses que dans le premier exemple concernant la mortalité et le comportement de l'assureur ; nous supposons également qu'il n'y a ni rachats ni prêts sur polices.
4. L'assureur se réserve en fin de chaque année 1,2 millions à titre de bénéfice.
5. Les placements de l'assureur lui procurent un rendement net moyen de 6 p.c. par an.

(1) Cfr. Annexe II.

=====
 Evolution des réserves de
 l'assureur :
 =====

Années	Table H (1959-63)		Prime par police, revalorisée de 2 p.c. par an (3)	Capital par police revalorisée de 2 p.c. par an (4)	Primes encais- sées (5) =(3)x(1)
	Assurés en vie, début d'année (1)	Décès (2)			
1969	1.000	2	13.900	500.000	13.900.000
1970	993	2	14.173	510.000	14.149.644
...					
1980	968	5	17.233	621.683	16.729.944
...				757.833	
1990	889	13	21.069		18.730.341
...				870.512	
1997	774	22	24.201	887.922	18.731.574
1998	752	22	24.685		18.563.120
1-1-99	730				

Années	Frais Généraux (6)	Prestations (7) = (4)x(2)x(1)	Réserves de l'assureur en fin d'année (8)
			(8)
1969	4.240.000	1.000.000	7.979.600
1970	4.242.932	1.020.000	16.673.291
...			
1980	1.544.923	3.103.440	150.650.159
...			
1990	1.485.519	9.851.829	401.276.746
...			
1997	1.342.116	19.151.264	621.190.746
1998	1.311.483	19.534.234	654.979.539
1-1-99		643.183.060	

Notice explicative

Ce tableau doit se lire de la même façon que dans le premier exemple, c'est-à-dire que l'assureur encaisse au début de chaque année un certain montant de primes, il conserve en caisse la part de ce montant qui est nécessaire pour couvrir ses frais et prestations pendant l'année et investit le solde (s'il y en a un) ; en fin de chaque année il soustrait du montant de ses investissements la somme de 1,2 millions qui constitue son bénéfice.

- On a donc pour la première ligne du tableau (1969) :
 - : fonds investis début d'année : 13.900.000 -
 - 4.240.000 - 1.000.000 = 8.660.000,- F
 - : valeur du fonds en fin d'année : 8.660.000 +
 - (8.660.000) . 0,06 = 9.179.600,- F
 - : réserve après allocation aux bénéficiaires : 9.179.600
 - 1.200.000 = 7.979.600,- F

- Et pour la seconde ligne (1970) :
 - : fonds investis : 14.149.644 - 4.242.932 - 1.020.000
 - = 8.886.712,- F
 - qui valent en fin d'année :
 - 8.886.712 + (8.886.712) . 0,06 = 9.419.915,- F
 - et après allocation aux bénéficiaires, il reste :
 - 8.219.915,- F
 - : les réserves de l'assureur au 31-12-1970 sont donc
 - de 8.219.915 + 7.979.600 + (7.979.600) . 0,06 =
 - 16.678.291,- F

- Etc...

C. Conclusions.

L'assureur parvient donc aisément à revaloriser lui-même ses réserves mathématiques s'il retire de ses placements un rendement annuel net de 6 p.c. En fait nous pensons que les grandes Compagnies belges ont des frais généraux nettement moins élevés que ceux que nous avons estimés dans ce tableau, de sorte qu'en offrant à leurs assurés de souscrire à cette clause de revalorisation, elles s'engagent probablement à retirer de leurs placements un rendement annuel net de seulement 5,6 ou 5,7 p.c.

Nous avons cependant choisi des frais généraux et une allocation aux bénéficiaires très importants afin que les résultats de cet exemple puissent s'appliquer à des Compagnies de toute taille. Ces résultats montrent que les obligations de l'assureur dans la gestion d'une police "revalorisée" consistent à devoir retirer (au maximum) de ses placements du 6 p.c. net par an : c'est un objectif à la portée de tout assureur, peut-être même dans le cadre législatif que nous connaissons actuellement en Belgique.

+
+ +

SECTION 3. Conclusions.

1. L'érosion monétaire est un phénomène redoutable pour l'opération d'assurance-vie car elle dilue le sentiment de sécurité qui est l'objet même du contrat d'assurance. Pour remplir efficacement leur fonction, les Compagnies d'assurance-vie devraient donc protéger également l'assuré contre le risque de perte de pouvoir d'achat du capital souscrit. Ce risque ne pouvant être assuré selon les techniques classiques, il faut rechercher et mettre en oeuvre les méthodes de protection les meilleures.
2. La clause d'indexation (à l'indice du coût de la vie) est la seule méthode qui puisse garantir la conservation intégrale de la valeur réelle du capital assuré. Mais l'impossibilité de prévoir les hausses de cet indice rend très difficile la participation de l'assureur aux frais de l'indexation, de sorte que le plus souvent l'assuré devra supporter à lui seul l'ensemble des frais. Cette méthode de protection devient alors si coûteuse qu'elle perd presque tout son intérêt car elle est hors de portée de la plupart des assurés.
3. Il vaut donc mieux choisir des méthodes moins ambitieuses sans doute mais aussi moins coûteuses pour l'assuré. Parmi celles-ci, la clause de progression tarifaire (ou clause de revalorisation), est celle qui paraît la plus intéressante car elle est la seule qui garantisse à l'assuré que la Compagnie d'assurance participera réellement à ses efforts. Cette clause prévoit en effet un partage du coût de la revalorisation du capital souscrit entre assureur et assuré puisque l'assuré doit payer une prime qui s'accroît chaque année au même taux que le capital tandis que l'assureur prend en charge l'adaptation de la réserve mathématique.
4. Nous avons vu que pour respecter leurs engagements dans le

cadre de polices "revalorisées", les Compagnies d'assurance-vie établies en Belgique devaient retirer de leurs placements un revenu d'environ 5,6 à 6 p.c. nets par an (suivant la taille de l'entreprise). C'est un objectif aisément réalisable actuellement puisque la plupart des émissions d'obligations de ces dernières années procurent un taux d'intérêt suffisant à lui seul à le respecter. Cependant les taux d'intérêt du marché pouvant se renverser dans l'avenir, ces Compagnies devraient probablement, pour respecter de tels engagements, investir plus que par le passé en actions et en parts de Fonds communs de placements belges ou étrangers.

5. C'est pourquoi, dans le but de permettre aux assurés de profiter d'un service d'assurance réellement efficace, l'Etat devrait prendre certaines mesures qui ont d'ailleurs été déjà maintes fois préconisées :

- modification de la législation de contrôle, au moins en ce qui concerne les placements autorisés, dans le sens d'un élargissement de la liberté d'action des Compagnies;
- suppression des discriminations fiscales qui existent tant au niveau des revenus qu'au niveau des transactions boursières entre les actions et les obligations;
- allègement des formalités qui pèsent sur les émissions de titres lorsque ceux-ci seraient destinés aux investisseurs institutionnels...

+
+ +

C O N C L U S I O N S

1. Les Compagnies d'assurance-vie assument un service important pour le bien-être de nos sociétés modernes ; la nature quasi publique de ce service et la masse très souvent considérable des capitaux gérés par ces Compagnies justifient le contrôle que l'Etat exerce dans la plupart des pays sur ces organismes.

L'efficacité d'un service d'assurance-vie se juge par le prix qu'il exige de l'assuré. Or le prix de base de l'assurance doit toujours être supérieur au coût réel de l'opération pour en garantir la sécurité de sorte que l'assuré est en droit d'attendre à l'extinction du contrat une réfaction importante du prix qu'il a dû payer.

L'importance de cette réfaction dépend essentiellement du volume des revenus que l'assureur parvient à retirer du placement des fonds qui lui sont confiés.

Pour la plupart des assurés, l'efficacité du service d'assurance se traduit plus précisément en termes de défense du pouvoir d'achat du capital assuré.

Parmi les diverses méthodes qui peuvent être élaborées à cette fin, il faut préférer celles qui partagent le coût de protection contre l'érosion monétaire entre assurés et assureurs ; nous avons constaté que ces méthodes impliquent généralement pour l'assureur l'obligation de retirer de ses placements un revenu supérieur à celui qui est procuré par les titres à revenu fixe.

Ainsi que ce soit dans une optique de moindre coût ou dans une optique de défense du pouvoir d'achat, on voit que l'efficacité du service d'assurance-vie dépend en grande partie d'un élément qui ne fait l'objet d'aucune surveillance : la mesure dans

laquelle l'assureur s'efforce d'obtenir un rendement maximum de ses placements.

2. L'activité d'investissement des Compagnies d'assurance-vie ne diffère guère dans son principe de celle des autres investisseurs institutionnels.

L'obligation (légale) de retirer de ses placements un taux de rendement minimum ne représente pas en effet pour l'assureur une contrainte importante dans le choix de ses placements en raison de la modicité de ce taux. De plus, le fait que ses encaisses courantes sont le plus souvent très nettement supérieures à ses dépenses courantes permet à l'assureur de ne pas se soucier particulièrement du degré de liquidité de ses placements.

Ainsi bien que l'assureur soit naturellement amené - par la méthode de calcul des primes - à préférer les placements en titres à revenu fixe, il a la possibilité de consacrer une très large part de son portefeuille aux placements en actions ou parts de sociétés d'investissement.

Or étant donné la nature quasi publique du service d'assurance-vie, l'assureur qui ne s'efforcerait pas de retirer de ses placements un revenu supérieur à celui que prévoient ses engagements légaux manquerait gravement à sa fonction en privant les assurés d'un service réellement efficace.

C'est pourquoi les Compagnies d'assurance-vie devraient s'efforcer de consacrer aux capitaux à risques la part la plus importante possible de leur portefeuille car c'est par une telle politique de placement qu'elles pourront le plus souvent réaliser les objectifs de leur fonction d'assurance.

3. Les Compagnies d'assurance-vie établies en Belgique ont dans l'ensemble consacré aux actions de sociétés belges et étrangères moins de 3 p.c. de leurs réserves au cours de ces trente dernières années.

Nous avons vu que certains faits pouvaient expliquer en partie cette très faible proportion : prescriptions de la législation, résultats souvent décevants des valeurs belges, difficulté de gestion pour les petites Compagnies, etc...

Mais en fait, il apparaît clairement que c'est surtout par un souci extrême de sécurité que ces Compagnies se sont si peu intéressées aux capitaux à risques ; or ce sentiment sans doute très louable dans son principe a pour conséquence de priver les assurés de revenus qu'ils sont en droit d'attendre d'organismes auxquels ils confient une part substantielle de leur épargne.

C'est pourquoi c'est d'abord une modification des idées qu'il faut souhaiter dans ce domaine, modification que l'Etat devrait soutenir par des réformes adéquates de la législation, de la fiscalité et de l'organisation du marché des capitaux.

Il semble d'ailleurs - et quelques réponses faites à notre enquête le confirment - que certains assureurs sont conscients de cette nécessité de dépasser le cadre des titres à revenu fixe.

Il reste donc à espérer que cette prise de conscience s'étende et se traduise dans les faits afin que l'épargnant belge - et spécialement le petit épargnant qui forme la grande masse des assurés - puisse trouver dans l'Assurance sur la Vie la qualité de service qui récompense la confiance qu'il fait aux entreprises d'assurances.

ANNEXE I

ASSURANCE-VIE ET IMPOSITION DES REVENUS EN BELGIQUE

Toutes les Compagnies d'assurances rappellent dans leurs prospectus que le législateur lui-même encourage la souscription de polices d'assurance-vie en octroyant de substantiels avantages fiscaux aux assurés. Ces avantages fiscaux venant s'ajouter aux prestations de l'assureur, une étude de la loi fiscale en cette matière et une analyse de sa portée s'inscrivent naturellement dans le cadre de cette étude.

§ 1. Exposé.

A. La situation du souscripteur d'une police d'assurance-vie vis-à-vis du fisc peut être présentée comme suit :

1) Le législateur lui laisse le choix entre deux solutions :

- soit demander à bénéficier de l'immunité fiscale de ses primes, auquel cas et sous certaines conditions précisées infra les prestations futures de la Compagnie seront considérées comme des revenus professionnels et taxés comme tels.
- soit de ne pas demander de bénéficier de cette immunité, auquel cas les capitaux alloués ne seront pas taxés lors de leur versement.

Il faut remarquer que de manière générale, c'est la première solution qui est conseillée par les Compagnies d'assurances.

2) Les capitaux supplémentaires qui lui seraient éventuellement alloués par la Compagnie en dehors de l'obligation inscrite au contrat sont exonérés d'impôt.

B. Le Code des impôts sur les revenus précise les conditions de l'immunisation fiscale des primes et le régime de taxation dans ses articles 54 à 58.

1) Les Conditions.

a) concernant le bénéficiaire :

- Dans une assurance "en cas de vie" : le contractant, l'assuré et le bénéficiaire doivent être la même personne.

- b) concernant l'âge de l'assuré à la souscription du contrat :

Il doit être inférieur à 60 ans pour les hommes et 65 ans pour les femmes. Cette condition est également applicable en cas de modification ou de prolongation du contrat.

- c) concernant la durée du contrat :

Le contrat "en cas de vie" doit être souscrit pour une période minimale de 10 ans.

- d) concernant l'âge de l'assuré à l'expiration du contrat :

Dans un contrat "en cas de vie" il doit être d'au moins 65 ans pour les hommes, 60 ans pour les femmes.

- e) concernant la déductibilité de la prime :

C'est le montant brut de la prime, tel qu'il est inscrit au contrat, qui est déductible.

La prime n'est déductible que des seuls revenus professionnels nets du contractant.

La déductibilité est limitée à une somme de 15 p.c. de la première tranche de 50.000,- F des revenus professionnels nets augmentés de 6 p.c. du restant de ces revenus, le montant total de l'immunisation ne pouvant excéder annuellement 45.000,- F.

2) La taxation.

Si le contribuable a opté pour l'immunisation fiscale de ses primes, les prestations futures (inscrites au contrat) de la Compagnie d'assurances seront considérées comme des revenus professionnels et taxés comme tels. Cependant si ces prestations se présentent sous forme d'un capital, celui-ci sera converti en une rente viagère fictive qui sera ajoutée chaque année aux revenus professionnels du contribuable. Le taux de conversion dépend de l'âge de l'assuré au moment de l'attribution du capital ; il varie entre 1 p.c. pour une personne âgée de 40 ans et moins, et 5 p.c. pour une personne âgée de 65 ans et plus.

§ 2. Exemples.

1er exemple : cas d'un contribuable qui souscrit à l'âge de 30 ans une police d'assurance mixte de 30 ans pour un capi-

tal assuré de 300.000,- F (prime annuelle selon le nouveau tarif : 7.035,- F, taxe comprise). On suppose que durant cette période ses revenus professionnels nets sont en moyenne de 250.000,- F par an et qu'il a deux personnes à charge. A 65 ans il jouit d'une pension de 90.000,- F et n'a plus qu'une personne à charge.

1. Situation fiscale (1) du contribuable pendant la durée du contrat :

	S'il a opté pour l'immunisation fiscale de ses primes	S'il n'a pas opté pour l'immunisation fiscale de ses primes
Revenus professionnels nets	250.000,- F	250.000,- F
Abattement forfaitaire	-10.000,- F	-10.000,- F
Prime immunisable	- 7.035,- F	
Revenus taxables	232.965,- F	240.000,- F
Impôt correspondant	43.506,- F	45.405,- F
Economie d'impôt :		
en 1 an	11.899,- F	
en 35 ans	66.465,- F	

2. Situation fiscale du contribuable après l'âge de 65 ans :

	S'il avait opté pour l'immunisation fiscale des primes	S'il n'avait pas opté pour l'immunisation fiscale des primes
Revenus professionnels nets	90.000,- F	90.000,- F
Abattement forfaitaire	-15.000,- F	- 15.000,- F
Rente fictive (300.000x5%)	+15.000,- F	
Revenus taxables	90.000,- F	75.000,- F
Impôt correspondant	9.880,- F	6.935,- F
Majoration d'impôt :		
en 1 an	2.945,- F	
en 7 ans	20.615,- F	
en 20 ans	58.900,- F	

(1) Nous ne nous préoccupons que de l'impôt levé par l'Etat. Pour les revenus inférieurs à 160.000,- F, nous avons utilisé le barème de l'exercice 1968.

3. Résultats :

a) Les avantages fiscaux "certains" :

Ce sont les avantages qui résultent de l'immunisation fiscale des primes. Leur importance dépend du nombre d'années vécues par l'assuré après l'âge de 65 ans. La durée de vie moyenne d'un homme de 30 ans étant de 41 ans (1), nous pouvons dire que les avantages fiscaux du contrat d'assurance-vie cité seront :

- au minimum de : 66.465 - 58.900 = 7.565,- F
- en moyenne de : 66.465 - 20.615 = 45.850,- F.

b) les avantages fiscaux "probables" :

Ce sont les avantages qui résultent de l'exonération fiscale de toute somme allouée par l'assureur en dehors des obligations du contrat.

Nous ne pouvons préciser ces avantages car nous ne connaissons pas encore le taux de participation aux bénéfices qui sera appliqué cette année, ni a fortiori celui qui sera offert dans 30 ans, à l'extinction de cette police. A titre d'exemple, rappelons que le taux de participation aux bénéfices offerte par les grandes Compagnies aux anciens contrats en 1958 était de 1,4 p.c., ce qui aurait représenté dans ce cas une somme de 126.000,- F qui, du fait de son exonération, signifiait pour l'assuré un "bénéfice" fiscal de 30.207,- F (impôt supplémentaire qu'il aurait dû payer si cette somme avait été ajoutée à ses autres revenus).

2ème exemple : cas d'un contribuable qui souscrit à l'âge de 35 ans une police d'assurance mixte de 30 ans pour un capital de 500.000,- F (prime : 14.317,- F t.c.). Durant ces 30 ans, ses revenus professionnels nets sont en moyenne de 400.000,- F par an ; il jouit de plus de 40.000,- F de revenus divers et a trois personnes à charge. A 65 ans, sa pension est de 120.000,- F, ses revenus divers s'élèvent à 55.000,- F et il a une personne à charge.

(1) table de mortalité H (1959-63).

1. Situation du contribuable pendant la durée du contrat :

	S'il a opté pour l'immunisation fiscale des primes	S'il n'a pas opté pour l'immunisation fiscale des primes
Revenus professionnels nets	400.000,- F	400.000,- F
Abattement forfaitaire	- 10.000,- F	- 10.000,- F
Prime immunisable	- 14.317,- F	
Revenus prof. taxables	375.683,- F	390.000,- F
Autres revenus taxables	40.000,- F	40.000,- F
Revenu global taxable	415.683,- F	430.000,- F
Impôt correspondant	96.916,- F	102.285,- F
Economie d'impôt :		
en 1 an	5.369,- F	
en 30 ans	161.070,- F	

2. Situation du contribuable après l'âge de 65 ans :

	S'il avait opté pour l'immunisation fiscale des primes.	S'il n'avait pas opté pour l'immunisation fiscale des primes.
Revenus prof. nets	140.000,- F	140.000,- F
Abattement forfaitaire	- 15.000,- F	- 15.000,- F
Rente fictive (500.000x5%)	+ 25.000,- F	
Revenus prof. taxables	150.000,- F	125.000,- F
Autres revenus taxables	55.000,- F	55.000,- F
Revenu global taxable	205.000,- F	180.000,- F
Impôt correspondant	33.071,- F	30.590,- F
Majoration d'impôt :		
en 1 an	7.481,- F	
en 7 ans	52.367,- F	
en 20 ans	149.620,- F	

3. Résultats :

a) Les avantages fiscaux "certains" seront :

- au minimum de 161.070,- F - 149.620,- F = 11.450,- F
- en moyenne de 161.070,- F - 52.367,- F = 108.803,- F

b) les avantages fiscaux "probables" :

Ceux-ci dépendront de l'importance des bénéfices attribués aux assurés ; si le taux de participation aux bénéfices est de 0,6 p.c. l'exonération fiscale représentera pour l'assuré un gain supplémentaire de 21.556,- F et ce gain sera de 54.806,- F si le taux de participation est de 1,4 p.c.

§ 3. Conclusions.

1. Les avantages fiscaux octroyés par le législateur aux souscripteurs de polices d'assurance-vie sont certainement importants. Les deux exemples que nous avons donnés montrent en effet que ce "bénéfice fiscal" peut dans certains cas accroître de 30 à 40 p.c. le capital versé à l'extinction du contrat !
2. La majeure partie de ces avantages provient de l'immunisation fiscale des primes dont la portée résulte de la conjonction de trois facteurs : les revenus du contribuable pendant la durée du contrat, ses revenus à l'extinction du contrat et sa durée de vie (1). Les avantages fiscaux ne seront donc réellement importants que dans le cas où les revenus de l'assuré à l'extinction du contrat ne représentent qu'une faible part de ce qu'ils étaient antérieurement et dans le cas où l'assuré meurt avant l'extinction de la rente fictive (2). En d'autres termes, cette loi avantage surtout les assurés qui souscrivent une police en complément de la pension légale.
3. Notons enfin que l'exonération fiscale accroît de façon substantielle les capitaux que la Compagnie versera à l'assuré en supplément du capital assuré.

(1) ou les revenus et la durée de vie des bénéficiaires de la police après le décès de l'assuré ; nous n'avons pas analysé ce cas car les avantages fiscaux y sont normalement toujours très importants. Ce dernier cas est cependant moins important que le premier car l'assuré peut demander à la Compagnie de lui verser une rente pour pouvoir payer l'impôt supplémentaire qu'il subira.

ANNEXE II

FRAIS GENERAUX ET SOLDES BENEFICIAIRES DES COMPAGNIES D'ASSURANCE-VIE EN BELGIQUE.

§ 1. Objet de cette annexe.

Nous avons étudié dans le chapitre III (1) les clauses d'indexation et de revalorisation qui paraissent être les méthodes les plus efficaces pour garantir à l'assuré la conservation la plus large possible du pouvoir d'achat du capital souscrit. L'intérêt de ces clauses réside surtout dans le fait que l'assureur peut participer au coût de l'adaptation progressive du capital assuré en prenant en charge l'ajustement des réserves mathématiques. Nous avons en effet montré que cette charge pouvait être aisément assumée par l'assureur (en tout cas pour la clause de revalorisation).

L'exactitude de ces conclusions repose sur une estimation adéquate des frais généraux (et du solde bénéficiaire) des Compagnies d'assurance-vie. Afin de ne pas encombrer le texte principal, nous avons reporté dans cette annexe la discussion des éléments sur lesquels sont fondés les calculs effectués au chapitre III.

§ 2. Estimation des frais généraux et du solde bénéficiaire.

1. Les frais généraux d'une entreprise d'assurance-vie peuvent être divisés en trois postes :

- les commissions d'acquisition (et de rappel)
- les commissions d'encaissement
- les frais de gestion de la Compagnie

Les commissions d'acquisition, de rappel et d'encaissement sont versées par la Compagnie aux courtiers d'assurances qui lui ont procuré les contrats. Leur calcul est généralement établi sur les mêmes bases, mais il varie souvent suivant la taille de l'entreprise (ces frais sont souvent plus élevés dans le cas des petites Compagnies). Nous avons choisi la répartition suivante (par police) :

- frais d'acquisition : 4,4 p.c. du capital assuré
- frais d'encaissement : 2 p.c. de la prime.

(1) page 93 et suivantes.

Les frais de gestion comprennent l'ensemble des frais d'administration et des amortissements qu'entraîne la gestion de polices d'assurance. Ces frais sont moins bien connus que les premiers car ils forment en quelque sorte le "secret de fabrication" de chaque Compagnie. On en a cependant des indications dans des actes législatifs ; ainsi la circulaire ministérielle n° 61 du 2-10-1942 estimait ces frais (par police) à 3 pour mille du capital assuré par an, et l'A.R. du 30-9-1968 instaurant le nouveau tarif en assurance-vie stipule que les réserves mathématiques des contrats souscrits après le 1-1-69 doivent être au moins égales aux réserves calculées à l'aide d'un chargement de gestion de 1,5 pour mille du capital assuré pour les assurances du genre mixte et de 2,5 pour mille du capital assuré pour les assurances-vie entière.

Après discussion avec certains assureurs et avec le service de contrôle, nous avons choisi la répartition suivante :

- 3 pour mille du capital assuré par an pour des polices qui prévoient un capital d'au plus 200.000,- F et/ou un terme maximal de 20 ans.
 - 2,5 pour mille du capital assuré par an pour des polices qui prévoient un capital supérieur à 200.000,- F et/ou un terme supérieur à 20 ans.
2. Etant donné la méthode de calcul utilisée, il fallait également estimer une allocation annuelle aux bénéficiaires de la Compagnie, afin de rémunérer les actionnaires et les administrateurs et de constituer des réserves de précaution. Nous avons estimé que ce solde bénéficiaire s'élevait chaque année à 5 p.c. des primes encaissées par la Compagnie d'assurances.
3. Remarquons enfin que cette répartition des frais généraux et du solde bénéficiaire s'applique plutôt à une entreprise de taille moyenne car nous l'avons basée tant sur les statistiques du service de contrôle que sur une moyenne des tarifs.

Cependant le résultat des calculs effectués sur ces données est assez indépendant de la taille de l'entreprise car il s'effectue une compensation ; en effet les grandes (petites) Compagnies ont généralement des frais généraux moins (plus) élevés que ceux que nous avons estimés mais par contre leur solde bénéficiaire est plus (moins) élevé que celui que nous avons choisi.

§ 3. Vérification des estimations.

1er exemple :

1. Nous avons pris le cas d'un groupe de 10.000 polices du genre mixte (10/10) souscrites le 1-1-1950 par des hommes âgés de 30 ans pour un terme de 20 ans et un capital assuré de 200.000,- F. (leur prime annuelle est de 9.000,- F selon l'ancien tarif, taxe non comprise).

2. Hypothèses générales :

- a) la mortalité réelle de ce groupe d'assurés est égale à la mortalité calculée par la table H (1959-63) ;
- b) il n'y a ni rachats de polices ni prêts sur polices ;
- c) les frais généraux (par police) de la Compagnie d'assurances se composent de :
 - frais d'acquisition = 4,4 p.c. du capital assuré, amortis en 20 ans au taux de 3,5 p.c. (619,- F) ;
 - frais d'encaissement : 2 p.c. de la prime par an (180 F)
 - frais de gestion = 3 p.m. du capital assuré par an (600,- F) .
- d) les prestations de la Compagnie comprennent une participation aux bénéfices dont le taux évolue comme suit :
 - 0,5 p.c. en 1955, 0,6 p.c. en 1958, 0,8 p.c. en 1961
 - 1,- p.c. en 1964, 1,2 p.c. en 1966 et 1,4 p.c. en 1969.
- e) la Compagnie s'alloue en fin de chaque année une somme de 4,5 millions à titre de bénéfices.

3. Hypothèses de calcul :

- a) La Compagnie d'assurance retire de ses placements un rendement (net) égal à celui qui est calculé par le service de contrôle pour l'ensemble des Compagnies.
- b) Pour simplifier les calculs, nous avons supposé que la Compagnie gèrait ses fonds de la façon suivante :
 - les primes sont versées au 1er janvier de chaque année
 - la Compagnie conserve en caisse la part de ce montant qui est nécessaire pour couvrir les frais généraux et les prestations de l'année.
 - le solde est directement investi (et rapporte donc un certain revenu à la fin de l'année)
 - à la fin de chaque année la Compagnie soustrait 4,5 millions (bénéfices) du montant de ses investissements

donc la première ligne du tableau se lit ainsi :

- fonds investis au 1er janvier :
 $90.000.000 - 13.990.000 - 3.000.000 = 73.010.000,- F$
- valeur du fonds en fin d'année :
 $73.010.000 + (73.010.000) \cdot 0,047 = 76.441.470,- F$
- réserve "mathématique" de la Compagnie au 31 décembre :
 $76.441.470 - 4.500.000 = 71.941.470,- F$

et la seconde ligne :

- fonds investis au 1er janvier :
 $89.865.000 - 13.978.300 - 3.200.000 = 72.686.700,- F$
- valeur du fonds en fin d'année :
 $72.686.700 + (72.686.700) \cdot 0,048 = 76.175.662,- F$
- réserves de l'assureur au 31 décembre :
 $76.175.662 - 4.500.000 + 71.941.470 + (71.941.470) \cdot 0,047 = 147.070.323,- F.$

Les réserves de l'assureur s'accroissent ainsi d'année en année par les investissements effectués chaque année et par leurs revenus. Il faut que ces réserves au 31-12-1969 soient suffisantes pour couvrir les prestations finales que la Compagnie devra effectuer au 1-1-1970.

4. Résultats :

Années	Table H (1959-63)		Primes <u>encaissées</u> = 9.000,-F x (1) (3)	Frais généraux = 619,- F x 10.000 + 780,- F x (1) (4)
	Assurés en vie, début d'année (1)	Décès pendant l'année (2)		
1950	10.000	15	90.000.000	13.990.000
1951	9.985	16	89.865.000	13.978.300
1952	9.969	15	89.721.000	13.965.820
...				
1960	9.814	27	88.326.000	13.844.920
...				
1968	9.503	60	85.527.000	13.602.340
1969	9.443	65	84.987.000	13.555.540
1-1-70	9.378			

Années	Prestations y compris participation aux bénéfiques (5)	Fonds disponibles pour l'invest. (6) = (3)-(4)-(5)	Réserves de l'assureur	
			taux de rendt des invest.	Montant en fin d'année
1950	3.000.000	73.010.000	4,7	71.941.470
1951	3.200.000	72.636.700	4,8	147.070.323
1952	3.000.000	72.755.130	4,9	226.096.953
...				
1960	5.594.400	63.836.630	5,1	1.005.481.591
...				
1968	14.016.000	57.903.660	5,5	2.125.279.025
1969	15.730.000	55.701.460	5,5	2.296.434.412
1-1-70	<u>2.269.476.000</u>			

On voit donc que la Compagnie d'assurance parvient à couvrir ses obligations. L'estimation des frais généraux et du solde bénéficiaire semble donc correspondre assez bien à la réalité puisque nous avons calculé la participation aux bénéfices sur base de taux appliqués par la plupart des Compagnies au cours de cette période. En particulier cette répartition ne paraît pas surestimée puisqu'elle permet à l'assureur d'offrir en fin de période un taux de participation aux bénéfices de 1,4 p.c., taux qui fut offert par les grandes Compagnies en 1968 ; elle ne paraît pas non plus sousestimée puisque l'assureur pourrait offrir un taux de p.b. supérieur (il lui manquerait plus de 2 millions pour offrir en 1969 un taux de 1,5 p.c.).

2ème exemple :

1. Cas de 10.000 polices de genre mixte (10/10) souscrites le 1-1-69 par des hommes âgés de 35 ans pour une durée de 30 ans et un capital de 500.000,- F (leur prime annuelle est de 13.900,- F selon le nouveau tarif, taxe non comprise).

2. Hypothèses générales :

a) la mortalité réelle correspond à celle qui est calculée par la table H (1959-63) ;

- b) il n'y a ni rachats ni prêts sur polices ;
- c) les frais généraux (par police) de la Compagnie d'assurance se composent de :
- frais d'acquisition : 4,4 p.c. du capital assuré, amortis en 10 ans au taux de 4 p.c. (2.712,- F) ;
 - frais d'encaissement = 2 p.c. de la prime par an (273,-F)
 - frais de gestion : 2,5 p.c. du capital assuré, par an (1.250,- F).
- d) les prestations de la Compagnie comprennent une participation aux bénéfices dont le taux varie entre 0,6 p.c. au début et 1,1 p.c. à la fin de la période.
- e) la Compagnie s'alloue en fin de chaque année une somme de 7 millions à titre de bénéfices.

3. Hypothèses de calcul :

1. La Compagnie retire de ses placements un rendement annuel net de 5,5 p.c.
2. Nous adoptons les mêmes hypothèses simplificatrices pour le calcul que dans le premier exemple.

4. Résultats :

Années	Table H (1959-63)		Primes encaissées = 13.900,-F x (1) (3)	Frais généraux = frais d'acqui- sition + 1.523,- F x (1) (4)
	Assurés en vie, début d'année (1)	Décès pendant l'année (2)		
1	10.000	17	139.000.000	42.400.000
2	9.983	20	138.763.700	42.374.024
...				
10	9.769	40	135.789.100	42.047.032
...				
20	9.116	110	126.712.400	13.929.248
...				
29	7.735	213	107.516.500	11.819.080
30	7.522	222	104.555.300	11.493.616
31	7.300			

Années	Prestations y compris participation aux bénéfices (5)	Fonds disponibles pour l'invest. (6) =(3)-(4)-(5)	Réserves de l'assureur en fin d'année
1	8.500.000	33.100.000	35.945.500
2	10.000.000	36.339.676	174.813.611
...			
10	20.600.000	73.142.063	1.028.231.092
...			
20	61.600.000	51.133.152	2.752.332.923
...			
29	134.616.000	-33.913.530	4.433.717.326
30	136.425.000	-43.362.316	4.635.233.963
31	<u>4.653.750.000</u>		

On voit donc que dans ce cas l'assureur parvient également à remplir ses obligations.

Nous avons basé ces obligations sur des taux de participation aux bénéfices qui semblent assez vraisemblables si on les compare avec ceux qui ont été offerts par les Compagnies au cours de ces quarante dernières années (sur base des tables 1923-1932). Le taux d'intérêt de 5,5 p.c. était déjà atteint par l'ensemble des Compagnies en 1966, de sorte qu'il ne paraît pas exagéré de le prendre comme taux d'intérêt moyen au cours de cette période.

Ainsi la répartition des frais généraux et du solde bénéficiaire de l'assureur dans cet exemple semble être assez proche de la réalité ; en tous cas ces valeurs ne sont certainement pas sousestimées car si on supprime la participation aux bénéfices et si on suppose un taux d'intérêt de 4 p.c. (taux prévu dans le tarif), cet assureur ne pourrait remplir ses obligations qu'en renonçant à une partie de ses bénéfices (1 million par an).

§ 4. Conclusions.

Les frais généraux et le solde bénéficiaire de l'assureur que nous avons proposés et vérifiés dans cette annexe sont certainement des bases solides sur lesquelles nous pouvons fonder les calculs faits au chapitre III. Cependant par mesure

(excessive sans doute !) de prudence, nous augmenterons encore dans ces calculs l'importance du solde bénéficiaire en le portant à 7,5 p.c. des primes encaissées (soit une augmentation de 50 p.c.) afin de permettre à l'assureur de se constituer, s'il le désire, des provisions supplémentaires pour la gestion de son portefeuille.

+
+ +

ANNEXE III : STATISTIQUES.

TABLEAU 1 : Analyse des ressources du secteur financier consolidé de quelques pays.

Pourcentage moyen pour la période

Institutions débitrices	All. 1960	Belg. 1959	Etats Unis 1960	France 1960	G.B. 1960	Italie 1964	Japon 1960	Pays Bas 1960	Guède 1960-65
	-64	-63	-64	-64	-65	-65	-65	-64	
1. Fonds confiés au marché des valeurs mobilières	19	31	11	15	-9	22	12	14	10
2. Fonds confiés au système bancaire	51	38	31	41	35	53	39	24	33
3. Fonds confiés au secteur public financier	-2	0	9	13	9	0	7	-3	0
4. Fonds confiés aux organismes d'épargne et de crédit	5	17	29	23	27	12	23	23	25
5. Fonds confiés aux :									
- fonds de pension		2	3		10			21	
- CIES D'ASSURANCE	10	12	12	3	23	7	4	19	32
- <u>VIE</u>									
6. Divers	17	-	-	-	-	-	15	2	-
7. Total	100	100	100	100	100	100	100	100	100

Source : OCDE, Etudes sur les marchés des capitaux.

TABLEAU 2. : Répartition des placements des Compagnies d'assurances sur la vie dans différents pays.

Année 1966

En pour cent du total des investissements

	All.	Belg.	Etats Unis	France	G.B.	Italie	Pays Bas
Emprunts d'Etat et d'org. publiques		32	30				
Emprunts de sociétés et act. rev. fixe	54	17	26	58	36	42	58
Actions	6	5	4	22	32	3	4
Prêts hypothécaires	23	30	30	4	17	2	25
Immeubles	10	10	6	11	10	42	10
Prêts sur polices	2	3	2	2	5	3	2
Divers	-	3	2	3		3	1

- Sources: - Allemagne, Etats-Unis, Grande Bretagne, Italie, Pays-Bas : OCDE
- France : Rapports sur l'activité des organismes d'assurances et de capitalisation, Ministère de l'Economie et des Finances.
- Belgique : Rapport sur l'exécution de la loi du 25 juin 1930, Ministère des Affaires Economiques.

+
+ +

TABLERAU 3. : Répartition des placements courants des entreprises d'assurance-vie installées en Belgique.

En pour cent du total des investissements de l'année

Années	Fonds d'Etat et assimilés	Autres obligations	Actions	Prêts hypoth.	Immeubles	Autres
1952	33,7	23,6	11,3	19,1	6,3	1,-
1953	42,9	20,2	9,4	17,7	3,6	6,2
1954	44,7	10,3	15,7	21,8	4,7	0,6
1955	48,3	8,7	14,1	21,-	3,6	3,3
1956	23,6	29,6	9,6	30,3	6,7	0,2
1957	7,3	25,-	10,9	43,9	14,-	-1,1
1958	40,1	10,4	6,6	23,2	10,3	4,4
1959	43,5	26,4	-9,3	21,6	10,4	7,9
1960	41,9	9,3	3,1	30,4	12,1	2,7
1961	20,2	13,7	5,9	42,5	12,7	-
1962	36,6	3,2	5,1	30,1	19,-	1,-
1963	16,4	34,4	12,3	19,6	14,4	2,9
1964	19,7	4,9	2,1	49,2	19,2	4,9
1965	22,9	31,5	2,5	24,6	16,4	2,1
1966	22,4	24,4	-1,-	33,3	10,1	5,3

Source: Ministère des Affaires Economiques,
Rapports sur l'exécution de la loi du
25 juin 1930.

+

+ . +

TABEAU 4 : Emissions de valeurs mobilières et achats nets des Compagnies d'assurance-vie en Belgique.

en millions de francs

Années	Obligations du secteur public		Obligations du secteur privé		Actions de sociétés belges	
	Emissions sur le marché national	Achats nets des Cies d'ass.vie	Emissions sur le marché national	Achats nets des Cies d'ass.vie	Emissions sur le marché national	Achats ou ventes nets des Cies d'Ass.vie.
1952	15.842	310	3.476	688	1.390	272
1953	19.936	1.105	1.605	521	956	243
1954	30.002	1.168	1.795	328	2.901	411
1955	15.410	1.492	1.255	268	4.523	431
1956	19.625	725	3.301	911	3.723	295
1957	15.513	234	3.843	704	4.499	347
1958	27.300	1.641	4.533	426	3.419	268
1959	33.451	1.818	6.031	1.101	3.040	-411
1960	27.720	2.452	6.340	537	6.191	182
1961	23.100	951	8.253	1.002	3.753	276
1962	37.227	1.552	5.500	294	6.332	215
1963	19.134	693	3.327	1.451	4.890	520
1964	24.545	989	3.146	245	9.299	103
1965	39.784	1.221	6.727	1.636	6.712	135
1966	35.106	1.454	5.430	1.590	9.024	- 66

Source : - Emissions : Institut National de Statistique, émissions nettes d'obligations et émissions d'actions contre espèces seulement.

- Achats ou ventes nets des Compagnies d'assurance-vie : Rapports sur l'exécution de la loi du 25 juin 1930.

H.B. Ces montants ne sont pas exactement comparables car, d'une part les achats nets des Compagnies d'assurance-vie peuvent porter également sur des émissions antérieures et d'autre part, toutes les émissions ne peuvent être souscrites par ces Compagnies.

TABLEAU 5.

Principaux postes des bilans et comptes de Pertes et Profits consolidés des Compagnies d'assurance-vie installées en Belgique.

en millions de francs.

<u>Légende des colonnes.</u>							
A = réserves mathématiques				E = prestations (capitaux, rentes et rachats de polices)			
B = primes encaissées				F = prêts sur polices			
C = revenus des placements				G = (B + C) - (D + E + F)			
D = frais généraux				= volume des liquidités à court terme.			

Années	A	B	C	D	E	F	G
1933	1.725	330	94	107	156	77	133
1934	1.919	422	101	103	175	90	150
1935	2.233	453	109	103	210	103	145
1936	2.441	496	114	125	194	114	173
1937	2.324	550	127	133	193	127	215
1938	3.100	543	141	133	230	153	163
1939	3.329	549	156	124	231	199	102
1940	3.561	496	153	89	301	205	159
1941	3.335	653	163	123	314	202	133
1942	4.731	1.133	139	212	316	197	601
1943	5.933	1.506	224	255	335	135	955
1944	7.165	1.606	260	270	369	171	1.057
1945	7.917	1.233	306	333	504	133	519
1946	3.723	1.572	352	431	759	259	475
1947	9.315	1.972	399	450	756	491	674
1948	11.031	2.111	479	505	344	559	631
1949	12.427	2.423	549	556	910	620	333
1950	14.020	2.706	632	533	976	694	1.030
1951	15.935	3.217	737	713	1.090	793	1.353
1952	13.209	3.554	370	773	1.213	319	1.613
1953	20.592	3.332	1.101	320	1.337	374	1.752
1954	22.964	4.194	1.154	906	1.532	903	1.955
1955	26.074	4.667	1.274	971	1.609	1.103	2.357
1956	29.193	5.061	1.427	1.052	1.311	1.030	2.545
1957	32.163	5.453	1.532	1.162	2.104	1.174	2.597
1958	35.540	5.756	1.795	1.212	2.330	1.236	2.673
1959	40.206	7.414	2.007	1.293	2.533	1.410	4.276
1960	44.342	7.523	2.267	1.369	2.339	1.531	4.432

Années	A	B	C	D	E	F	G
1961	49.366	7.342	2.541	1.446	3.437	1.722	3.279
1962	53.263	7.598	2.776	1.556	3.960	1.832	3.126
1963	57.333	8.069	3.006	1.711	3.993	1.901	3.470
1964	62.121	8.633	3.301	1.964	4.300	2.031	3.642
1965	67.690	10.013	3.671	2.179	4.794	2.182	4.530
1966	73.644	11.323	4.136	2.473	5.640	2.435	4.911

Source : Rapports sur l'exécution de la loi du 25 juin 1930, Ministère du Travail et de la Prévoyance sociale (avant 1944) et Ministère des Affaires Economiques (après 1944).

+
+ +

ANNEXE IVLISTE DES PRINCIPAUX TEXTES LEGISLATIFS CONCERNANT LE CONTROLE DES ENTREPRISES D'ASSURANCES SUR LA VIE EN BELGIQUE.1) Textes de base :

- Loi du 25 juin 1930 (Moniteur Belge ; 18-7-30) : Loi Générale de Contrôle
- Arrêté Royal du 25 juin 1931 (Moniteur Belge : 22-6-31) : Règlement Général de Contrôle.

2) Arrêtés de modifications :

- A.R. du 3.8.35 (M.B. : 24.8.35)
- A.R. du 22.10.36 (M.B. 29.10.36)
- A.R. du 1.6.37 (M.B. 16.6.37)
- A.Rég. du 30.3.48 (M.B. 11.4.48)
- A.R. du 17.3.62 (M.B. 21.3.62) : modification des art. 22, 28 et 31 du Règlement Général.
- A.R. n° 270 du 30.3.36 (M.B. 30.3.36) : modification de l'art. 19 de la Loi Générale
- A.Rég. du 19.7.41 (M.B. 6.8.41)
- (15.2.46 (M.B. 14.3.46) : modification de l'art. 29 du Règlement Général.
- A.L. du 25.9.46 (M.B. 13.10.46) : modification de l'art. 6 de la Loi Générale.
- A. Rég. du 23.2.49 (M.B. 12.3.49)
- A.R. du 17.7.57 (M.B. 11.8.57) : modification de l'art. 3^o du Règlement Général
- A.R. du 30.9.63 (M.B. 4.10.69) : modification des art. 2, 3 et 27 du Règlement Général.

3) Arrêtés d'exécutions :

- A.M. des 24.6.31 et 27.6.32 pris en exécution de l'art. 20 de la L.G.

- A.M. des 27.10.32, 3.2.34, 4.7.35 et 30.1.39 pris en exécution de l'art. 16 du R.G.
- A.R. du 5.10.33 (M.B. 23.10.33) pris en exécution de l'art. 26 de la L.G.
- A.M. du 25.7.60 pris en exécution de l'art. 28, 9° du R.G.

+
+ +

B I B L I O G R A P H I E

- Basyn, J. L'assurance en Belgique ; quelques problèmes actuels, Bruxelles, Larcier, 1947.
- Basyn, J. L'assurance et l'organisation de l'Europe, in : Bulletin des Assurances, 1960, n° 167, p. 729-744.
- Basyn, J. Les assurances privées devant le problème des investissements, in : La Belgique financière, supplément de l'Agence économique et financière, 1964, p. 34.
- Bauvignat, R. Considérations sur le rapport du contrôle des entreprises d'assurances sur la vie pour les années 1948 à 1950, in : Revue pratique des questions commerciales et économiques, Liège, 1953, n° 3, p. 19-31.
- Banque Nationale de Belgique Les Intermédiaires financiers en Belgique : évolution de leurs passifs depuis 1939, in : Bulletin d'information et de documentation, XLI, n° 4/I, avril 1968, p. 413-422.
- Brimmer, A.F. Life insurance companies in the capital market, Michigan state University, 1962.
- Carton de Tournai, R. et Deleers, CH. Les assurances de groupe, Bruxelles, Bruylant, 1965.
- Clayton, G. The role of the British Life assurance companies in the capital market, in : The Economic Journal, 1951, n° 241, p. 83-101
- Clayton, G. Insurance company investment principles and policy, Londres, Allen and Unwin Ltd, 1965.
- Colard, J. La pension par l'assurance-vie avec péréquation automatique en cas de dépréciation monétaire, Bruxelles, Baude, 1954.

- Commission gouvernemen-
 mentale pour
 l'Etude des Pro-
 blèmes de Finan-
 cement de l'Expan-
 sion Economique
- Rapports,
 Bruxelles, B.N.B., 31.3.62 et 5.12.67.
- Conférence euro-
 péenne des Services
 de contrôle des
 assurances privées
- Rapport de la 5ème conférence,
 Paris, 21-25 octobre 1963.
- Dairien, P.
- Essai sur quelques problèmes économiques
 d'assurance,
 Paris, l'Argus, 1966.
- Dangibeaud, M.
- L'assurance et la croissance économique,
 Paris, l'Argus, 1964.
- Feyaerts, R.F.
- L'assurance-vie et le marché des capitaux,
 in : Actes du 2ème congrès international
 de l'épargne et des investissements,
 Bruxelles, 7-11 septembre 1959, p. 270-300.
- Fossoul, A. CH. de
- Organisation et technique comptable de
 l'Assurance,
 Bruxelles, Editions comptables et finan-
 cières, 1953.
- Fourastié, J.
- Les assurances au point de vue économique
 et social,
 Paris, Payot, 1946.
- Fourastié, J.
- Le contrôle de l'Etat sur les sociétés
 d'assurance,
 Paris, Dalloz, 1944.
- George, A.C.
- Banques et institutions financières aux
 Etats-Unis ; l'expérience des mutual funds,
 Paris, société d'Editions économiques et
 financières, 1963.
- Gerabin, P.
- L'assurance et l'épargne - Aspect d'épargne
 des opérations d'assurance,
 Liège, Faculté de Droit, 1962.
- MacGill, D.M.
- Life insurance,
 Homewood, Illinois, Irwin, 1967.
- Martin, G.
- Les placements des compagnies d'assurances
 au service de l'économie,

- in : Conférences du centre d'études bancaires et financières, Bruxelles, cahier n° 124, mars 1967.
- Mayor, J.C. L'assurance et la diminution du pouvoir d'achat de la monnaie, thèse, Lausanne, Impr. Held, 1957.
- Meerler, D. de Choix d'un système de participation bénéficiaire en matière d'assurance-vie, in : Annales de sciences économiques appliquées, Louvain, XIV, n° 1-2, mars-mai 1966, p. 7-38.
- Ministère des Affaires Economiques Rapport sur l'exécution de la loi du 25 juin 1930 relative au contrôle des entreprises d'assurances sur la vie pendant l'année ..., Bruxelles, annuel, 1933 à 1966.
- Miomandre, Ch. de Le contrôle des opérations d'assurances sur la vie. Commentaires de la loi du 25 juin 1930 et des règlements d'exécution, Bruxelles, M. Weissenbruch, 1934.
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques Le contrôle de l'assurance privée en Europe, Paris, O.C.D.E., 1963.
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques Etudes sur les marchés de capitaux, Paris, O.C.D.E., 5 tomes, 1967.
- Perremans, F.A. Quelques aspects financiers des assurances privées, Bruxelles, 1967.
- Perremans, F.A. La rationalisation financière de la réglementation des assurances privées, Bruxelles, 1963.
- Portier, J. La fonction économique et sociale de l'assurance-vie, Paris, Domat-Montchrestien, 1934.
- Royer R. et Jaeger, G. Le maintien du pouvoir d'achat des pensions sociales, Bruxelles, 1951.

- Thyrion, P. Considérations sur le bénéfice de mortalité dans les assurances du genre mixte, Gembloux, Duculot, 1956.
- Van Puyvelde, Th. Les assurances en Belgique, in : La Revue de la Banque, Bruxelles, 1956, n° 5-6, p. 373-398.
- Verjus, L. L'orientation des investissements des organismes privés d'assurances sur la vie en Belgique, in : Revue pratique des questions commerciales et économiques, Liège, 1967, n° 2, p. 9-36.

+
+ +