

La réglementation des placements est-elle vraiment contraignante ?

Denis VILAIN

Chef du Bureau des Placements, Direction des Assurances

Le vent libéral qui souffle sur les réglementations a déjà réussi à assouplir — sinon abolir — bon nombre d'entre elles. Rompant avec une tradition de longue date, le contrôle des changes a aujourd'hui quasiment disparu en France ; ses derniers vestiges doivent être supprimés, au plus tard au 1^{er} juillet 1990, soit dans moins d'un an, à l'entrée en vigueur de la directive libérant les mouvements de capitaux. Dans ce contexte, allons-nous voir se réduire notre réglementation des placements dans l'assurance ?

À bien y regarder, la réglementation du secteur de l'assurance se situe en bonne partie au-delà des modes réglementaires. Elle tire ses fondements d'une origine plus profonde, l'assurance — notamment en sa dimension des placements — faisant l'objet de soins très particuliers de la part des États, quels que soient les pays ou les périodes de l'histoire.

C'est qu'en effet, l'État ne peut se désintéresser de la relation entre assureurs et assurés. Si l'on peut parler de produits d'assurance, l'assureur a une relation particulière avec ses clients qui ne lui achètent pas un bien simple, mais un service très sophistiqué dont la concrétisation conditionnée par la réalisation d'un risque est en tout état de cause différée dans le temps, tandis que ces mêmes clients lui remettent tout de suite des fonds. Le lien assureur-assurés prend la forme d'un contrat, souvent à long terme, qui doit reposer sur la confiance.

Or ce sont les placements qui viennent garantir que l'assureur sera à même de tenir ses engagements ; la réglementation, qui se veut prudentielle, a pour but de tendre à ce que les situations de faillites demeurent des hypothèses d'école.

C'est qu'une faillite d'une entreprise d'assurance — comme d'un autre intermédiaire financier — a un « effet externe » très sensible. À la différence d'une entreprise du secteur industriel, ce ne sont pas deux, mais trois catégories de partenaires qui se trouvent touchées. Aux actionnaires et au personnel s'ajoute l'environnement c'est-à-dire le « public », au sens large. Et dans le cas de la faillite d'une entreprise s'assurance de bonne taille, ce sont 2 ou 3 millions de personnes qui se trouveraient entraînées sans avoir voulu prendre de risque ni en capital, ni au titre d'une activité salariée ; bien souvent elles n'ont d'ailleurs strictement aucun moyen de regard sur la gestion de l'entreprise ni de moyen d'information sur la marche de celle-ci, n'en faisant pas partie.

151

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

C'est à n'en pas douter la raison pour laquelle, au-delà des frontières et du temps on trouve une attente partagée du « public » pour que les États veillent au respect de cette valeur sociale qui est que quelqu'un de bonne foi ayant apporté ses fonds à un intermédiaire du système financier — et particulièrement au secteur de l'assurance avec lequel il se lie par contrat — ne doit pas pouvoir être ruiné par la chute de cet intermédiaire financier.

Cette attente, tacite et silencieuse lorsque tout va bien, peut prendre une manifestation beaucoup plus vigoureuse lorsque les événements menacent de la décevoir. En France récemment, nous avons vu se dresser une association de défense des déposants d'une banque¹ dont l'agrément venait d'être retiré, avant que ne joue une solidarité de place. A l'automne 1987, nous avons pu entendre bon nombre de partisans convaincus de la nécessité de supprimer toute entrave au libre jeu des forces de marché, s'étonner au lendemain du Krach d'octobre et de la chute des cours sur le MATIF de ce que l'« État se soit à ce point retiré ».

On voit bien ainsi que même dans notre ère de plus grand libéralisme il incombe à l'État de préserver son contrôle lui permettant de maintenir une surveillance appropriée du système financier afin d'éviter que puisse être mise en cause la foi publique, inévitablement source de troubles économiques et sociaux.

Les placements des entreprises d'assurance, qui sont à la fois : « garantie de bonne fin » des contrats, d'un volume considérable au regard des tailles des marchés nationaux et internationaux, et un potentiel instrument de prise de pouvoir dans le capital des sociétés industrielles, ne peuvent manifestement pas laisser l'État indifférent. Le secteur de l'assurance, à l'instar de celui de la banque et de ses ratios « Cooke », connaît ses traditionnelles règles prudentielles que sont notamment la constitution de la marge de solvabilité ou la règle de congruence.

Cet article loin d'être un panégyrique de la réglementation des placements de l'assurance française cherche à éclairer le lecteur sur les effets de cette dernière, en guidant son parcours à travers cette réglementation.

Nous nous attacherons d'abord à discerner les fondements sur lesquels elle s'appuie, pour retrouver ses origines prudentielles, homogènes à ce qui existe ou est en train d'être complété dans d'autres secteurs financiers également régis par le principe de la répartition des risques. Nous regarderons ensuite par-dessus les frontières ce qui se passe dans d'autres pays de la CEE. Nous viendrons enfin jusqu'à nous interroger sur les capacités d'adaptation dont a fait preuve cette réglementation dans un passé récent et tenter de discerner quel peut être son devenir à l'horizon européen, tout proche.

La réglementation des placements, sa vocation, ses effets

Sans entamer une étude qui ne pourrait être que fort vaste pour définir l'assurance, l'on peut se souvenir que l'activité principale de l'assurance consiste, moyennant le paiement préalable d'une prime, à décharger ses assurés de « risques » qu'ils ne souhaitent ou ne peuvent conserver à leur charge.

¹ — La banque de Participations et de Placements.

LA RÉGLEMENTATION

LES FONDEMENTS

La couverture des engagements

Lors de la signature d'un contrat d'assurance le transfert de risque s'effectue. L'assureur prend un engagement qui est en quelque sorte le montant de la garantie accordée à l'assuré. L'activité d'assurance ne pouvant s'exercer que sous agrément², ces engagements envers les assurés sont dits réglementés.

Le secteur de l'assurance connaît ce que les spécialistes désignent par « l'inversion du cycle de production » : tout en s'accompagnant d'engagements fermes de l'assureur, la formation du chiffre d'affaires de l'entreprise d'assurance précède la détermination précise des coûts de production du service d'assurance. Ces coûts sont pour une bonne part constitués par les charges pour sinistres à payer qui, étant donné leur caractère par définition aléatoire, doivent être estimés au moyen d'approches utilisant des méthodes statistiques. Or, un délai, de durée variable selon les branches d'activité — de quelques mois à plusieurs années — s'écoule entre le paiement des primes et l'indemnisation des sinistres survenus. Les entreprises travaillant en régime de capitalisation, il leur faut placer les sommes qui garantissent qu'elles pourront tenir leurs engagements : d'où l'importance cruciale de l'activité de placement et de la sécurité qui doit entourer celle-ci.

Le bilan des entreprises³ d'assurance comporte ainsi au passif les provisions techniques (dénommées « mathématiques » en assurance-vie) représentant les dettes envers les assurés : elles doivent être représentées (on dit aussi « couvertes ») à l'actif par des placements correspondants.

Un triple principe de base : la représentation des engagements réglementés par des actifs équivalents, congruents et localisés sur le territoire de l'engagement.

C'est un article bien connu du code des assurances, l'article R 332-1, pris en Conseil d'État, qui édicte cette triple règle. En voici les principaux extraits :

153

- *Les engagements réglementés mentionnés à l'article R 331-1 doivent, à toute époque, être représentés par des actifs équivalents.*
- *Les engagements pris dans une monnaie doivent être couverts par des actifs libellés ou réalisables dans cette monnaie. Toutefois, les engagements peuvent également être couverts dans les conditions prévues au 8) de l'article R 332-2 et du dernier alinéa de l'article R 332-14.*
- *Les engagements afférents à des risques concernant des personnes, des biens ou des responsabilités sur le territoire de la République Française doivent être représentés par des actifs localisés dans ce même territoire.*

Les actifs doivent bien entendu être équivalents, ce qui renvoie en fait aux règles d'évaluation (dites « d'estimation des éléments d'actif »), fixées par les articles R 332-19, R 332-20 et suivants du Code, spécifiques au secteur de l'assurance.

Ils doivent satisfaire à la règle de congruence, c'est-à-dire être libellés ou réalisables dans cette monnaie. Cette règle est cardinale. En effet, la règle prudentielle d'évidence est que ces risques pris par l'assureur, dûment quantifiés par des méthodes actuarielles, apparaissent au bilan, et d'un seul côté : au passif, dans le cas de l'assurance (c'est ce que nous avons désigné par engagements réglementés) et

²— Des entreprises, et à un degré moindre, des contrats.

³— « Entreprises » est le terme consacré par le Code dans l'intitulé de son livre III.

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

non pas à l'actif ni même « entre les deux » c'est-à-dire dans l'adéquation de la couverture du passif par l'actif. Il est donc de toute première importance que cette adéquation ne soit pas obérée par un risque de change, risque qui serait « parasite » à l'activité d'assurance et dont la réalisation pourrait détourner des assurés les revenus et capitaux accumulés à leur bénéfice. Deux dérogations sont prévues au cas par cas sur autorisation du ministre chargé de l'Économie et des Finances : le 8^e de l'article R 332-2, autrement dit l'affectation, en représentation des actions d'entreprises étrangères d'assurance ; et celle de certains prêts destinés aux constructeurs de navires ou aux armateurs (dérogation très peu sollicitée dans la pratique).

Enfin, la règle de localisation des actifs, sur le territoire du risque et de l'engagement. Le libellé exact ne concerne certes que les « *risques... (situés) sur le territoire de la République Française...* », mais actuellement, soit avant l'entrée en vigueur de la libre prestation de services, ceci recouvre en fait la très grande majorité des cas (sauf, principalement, les activités « transport » en leurs aspects internationaux). La souscription à l'étranger de risques eux aussi situés à l'étranger ne peut se faire — hors co-assurance — que par le biais de succursales soumises comme on le sait aux règles du pays de leur implantation qui applique sauf exception... une même règle de localisation ! Il n'y a pas lieu de s'en étonner en fait, ces règles de congruence et de localisation étant codifiées au niveau des directives européennes de 1973 et 1979 relatives à la liberté d'établissement des entreprises.

Ce triple principe débouche également sur trois autres règles.

Trois règles visant à limiter la prise des risques sur l'actif

Elles ont pour noms : Sécurité, Liquidité, Rentabilité.

Point n'est sans doute besoin de s'attarder beaucoup sur les règles de sécurité et de liquidité, tant leur énoncé parle pour elles. L'exigence de sécurité est première. La liquidité est le corollaire du fait que c'est « à tout moment » que les entreprises d'assurance doivent être en mesure de faire face aux engagements qu'elles ont contractées à l'égard des assurés. Ceci trouve son application concrète lorsqu'une entreprise se trouve en face d'un important sinistre à régler ou, ce qui est fort heureusement rare, mais ne peut être oublié lorsqu'on examine la réglementation sous ses aspects prudentiels, dans l'optique « liquidative ».

Les assurés, ont — en vertu de l'article L 327-2 du code — un privilège général sur l'actif mobilier des entreprises. Leurs droits doivent être dûment garantis, même en cas de dépôt de bilan. Dans cette configuration — que veut rejeter au niveau de l'hypothèse d'école toute réglementation prudentielle digne de ce nom — il faut bien que les actifs puissent être cédés sans une décote trop importante.

La rentabilité enfin est une règle de bonne gestion : sa recherche est souhaitable tant pour les assureurs que pour leurs assurés. Dans les assurances de dommages, les produits financiers viennent compenser, au moins pour partie, les déficits techniques qui apparaissent dans de nombreuses branches ; c'est même une tendance très contemporaine que de voir les résultats financiers prendre le pas sur les résultats techniques. Dans une vision dynamique des choses, c'est-à-dire pluri-annuelle, ceci permet aux entreprises de limiter leurs hausses tarifaires et de produire des contrats au juste coût : c'est un élément indéniable de compétitivité. De même en assurance sur la vie, les produits des placements sont-ils la source essentielle des « participations aux excédents » versées aux bénéficiaires des contrats, qui viennent accroître l'intérêt des assurés/épargnants à souscrire de tels contrats.

En matière de rentabilité, la réglementation ne vient pas interférer avec le libre-arbitre de l'assureur, sauf dans un cas pour poser un « garde-fou ». Il s'agit, en assurance-vie (et en opérations de capitalisation), de contrats de rente viagère

LA RÉGLEMENTATION

immédiate et des contrats à prime unique susceptibles d'avoir une durée allant jusqu'à dix ans (respectivement quinze ans) et qui garantissent un taux élevé, dit « majoré ». Pour ces contrats, l'article A 335-3 (respectivement A 335-8) impose que l'actif représentatif des engagements, isolé pour l'occasion dans l'actif de l'entreprise, procure un « taux de rendement supérieur d'au moins un tiers au taux d'intérêt du tarif ». Les engagements souscrits portent en effet sur des durées très longues, au cours desquelles les marchés financiers et/ou immobiliers peuvent connaître des fluctuations importantes faisant naître pour l'assureur un risque de taux non négligeable. Le Code vient ici imposer une marge de sécurité affectée à la garantie de ces contrats.

Les trois axes qui sous-tendent l'édifice réglementaire des placements.

Les trois règles Sécurité, Liquidité, Rentabilité se traduisent en trois axes qui sous-tendent l'édifice réglementaire : la liste des placements admis en représentation (et leurs règles d'évaluation), les ratios prudentiels de dispersion et de répartition, la préférence pour les valeurs cotées.

• Tout d'abord la liste des actifs admis qui est vaste. Elle comporte principalement :

— Les valeurs mobilières : les obligations cotées en France, auxquelles sont assimilées les actions de SICAV et les parts de fonds communs de placements (FCP) obligataires, ainsi que les titres participatifs cotés ; les actions cotées en France, auxquelles sont assimilées les actions de SICAV et les parts de FCP dont le portefeuille est composé à hauteur de 50 % au moins par des valeurs françaises (articles A 332-1 et A 332-2).

— Les actifs immobiliers : les immeubles, bâtis ou non, situés en France ; les parts ou actions de sociétés immobilières non cotées (sociétés de gestion, sociétés de promotion, groupements forestiers, groupements fonciers agricoles...).

— Les prêts : les prêts aux collectivités locales et à certains établissements publics administratifs, ainsi que les prêts aux organismes de construction garantis par ces collectivités ; les prêts hypothécaires ; les prêts aux entreprises industrielles ou commerciales, d'une durée minimale totale de deux ans, garantis par une caution ou une sûreté réelle ; les prêts de titres.

Les bons et dépôts : les bons du Trésor, les billets de trésorerie, les certificats de dépôts ; les bons émis par des institutions financières spécialisées et les bons figurant sur une liste agréée (A 332-3) ; les billets hypothécaires ; les dépôts à vue ou à terme.

Si cette énumération permet de mesurer l'ampleur de l'éventail des placements admis⁴ ; il est sans doute plus expédient de citer ceux qui, satisfaisant pourtant aux règles de congruence et de localisation, ne peuvent être admis en direct dans l'actif des entreprises.

Sont ainsi principalement exclus : les pierres et les métaux précieux, les objets d'art. On observe que les valeurs étrangères non cotées en France (à l'exception toutefois des actions d'entreprises d'assurance) ne peuvent être admises « en direct » puisqu'elles ne satisfont ni à la règle de congruence, ni à celle de localisation.

• Le second axe sous-tendant la réglementation : les ratios prudentiels de dispersion et de répartition.

Ces ratios sont, selon les articles R 322-3 et R 322-3-1 qui les instituent, rapportés aux engagements⁵ réglementés de l'assureur, et non pas à la valeur totale

4—Éventuellement sous conditions de garanties appropriées, énumérées par le Code telles que : nantissement de valeurs mobilières, caution bancaire, gage espèces, inscription hypothécaire...

5— Soit, très schématiquement, rapportés à l'actif qui vient en couverture de ces engagements.

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

du bien dans lequel une participation est détenue. Ce sont en effet des ratios prudentiels pour le secteur de l'assurance : ils n'ont pas pour vocation de limiter le taux de contrôle éventuel d'entités extérieures détenues par des entreprises de ce secteur.

— Les ratios de répartition (ou plafonds applicables à des catégories entières d'actifs) sont élevés et, dans la pratique, fort peu contraignants : 40 % pour les actifs immobiliers (moyenne du marché 14 %) ; 35 % pour les prêts et les bons (moyenne du marché 7 %) ; 15 % pour les dépôts ; aucun plafond pour les actions cotées ; un seul plancher, pour les obligations et placements assimilés qui doivent représenter au moins le tiers (exactement : 34 %) de l'encours total des placements réglementés (la moyenne du marché est à près de 60 %).

— Les ratios de dispersion par émetteur sont placés à un niveau très « classique » pour les entreprises dont le métier repose sur la répartition des risques financiers.

Le ratio de droit commun est en effet de 5 % (c'est ce même taux que retiennent les nouveaux textes régissant les OPCVM), taux qui s'élève à 10 % pour les placements immobiliers ou les OPCVM obligataires, et qui est restreint à 0,25 % pour les actions françaises non cotées. Les valeurs émises ou garanties par l'État et assimilées sont admises sans application d'un ratio de dispersion.

• Le troisième axe est celui de la préférence pour la cotation, qui se traduit de multiples façons dans la réglementation. Citons-en les principales :

— Le ratio de dispersion pour les actions⁶ françaises est de 5 % si ces actions sont cotées, contre 0,25 % dans le cas contraire (soit un rapport de un à vingt).

— La cotation sur une Bourse française accorde l'admission aux valeurs étrangères. Il est vrai que la cotation présente beaucoup de mérites, dans le cadre des objectifs attachés à la réglementation des placements : congruence, localisation, liquidité et sécurité.

Au regard de la règle de congruence, et du point de vue économique et financier, le fait pour une valeur étrangère, d'obtenir la cotation sur une bourse française n'empêchera pas l'évolution des cours français de cette valeur de traduire directement les éventuels glissements de parité contre-franc de la monnaie du pays d'origine. Il y a bien là dans le Code, au regard de ces valeurs, une souplesse dans l'application de la règle de congruence. Mais il est essentiel de constater que du point de vue juridique cependant, la condition posée par le code est bien satisfaite. Les actifs constitués par ces valeurs étrangères sont bien à n'en pas douter « réalisables » en Francs dès lors qu'ils sont cotés sur une bourse française, ce qui est fondamental dans l'optique liquidative évoquée plus haut.

Avec la cotation, les règles de localisation et de liquidité sont évidemment respectées. La sécurité enfin peut être jugée suffisante puisque la cotation en France entraîne la surveillance des autorités de marché : la qualité du « gendarme » est ainsi bien la même que celle afférente aux valeurs françaises.

De plus, le champ de la cotation en France représente le fruit de la sélection par la demande des valeurs (donc par le marché lui-même). Sont donc, dans cet esprit, retenues les valeurs les plus « intéressantes », celles sur lesquelles existe en France un vrai marché, donc une réelle liquidité.

Enfin, le recours à l'intermédiaire d'une société effectivement cotée en France permet d'élargir presque à l'infini l'éventail des placements. Les actions émises par une société régulièrement cotée sont, nous l'avons vu, admises dans la limite de 5 % des

⁶ — De même que pour l'ensemble des valeurs mobilières autres que les obligations et titres assimilés.

LA RÉGLEMENTATION

engagements réglementés, le code des assurances n'impose aucune restriction : ni quant à l'objet, ni quant à la composition de l'actif d'une telle société qui peut très bien être investie en valeurs étrangères, ou en autres valeurs qui ne pourraient être admises en direct dans l'actif des entreprises d'assurance. Le « tout » est que ladite société obtienne la cotation et... s'y maintienne !

Mais l'intermédiation d'une société cotée n'est-elle pas un simple artifice juridique ?

La réglementation considère que non, pour trois raisons au moins. Les deux que je viens de rappeler à l'instant et qui traduisent la double surveillance du marché et des autorités de marchés.

La troisième provient de ce que la cotation et la liquidité qui l'accompagne peut procurer, dans l'optique liquidative la nécessaire fonction de « fusible » ou plus exactement celle de « disjoncteur », au sens étymologique de « dis-jonction » entre les intérêts de l'assureur et de ses assurés d'une part, et ceux des créanciers d'une société cotée qui connaîtrait des difficultés d'autre part.

— Par assimilation à la cotation sont admises en direct les actions de SICAV et les parts de FCP dont le portefeuille est composé pour 50 % au moins de valeurs françaises⁷. Il s'agit là d'une attitude ouverte de la réglementation, puisqu'en l'absence de vraie cotation, référence est faite à la valeur liquidative. De surcroît, depuis la loi du 23 décembre 1988, les FCP comme les SICAV sont assortis d'un engagement de rachat, à la valeur liquidative.

Et le recours aux OPCVM permet d'élargir considérablement le champ des placements possibles, en faisant apparaître, comme pour les valeurs cotées, des souplesses (jusqu'à 50 % du portefeuille en valeurs étrangères) au regard de la règle de congruence.

157

LE COMPORTEMENT DES ASSUREURS ET LA RÉPARTITION DES PLACEMENTS

TABLEAU 1

RÉPARTITION DE L'ENCOURS DES PLACEMENTS DE L'ENSEMBLE DES ENTREPRISES D'ASSURANCE

Nature de l'actif	Au 31-12-1987 (%)	Au 31-12-1988 (%)
Obligations	54,9	56,6
Actions	21,4	19,6
Immobilier	14,5	13,4
Prêts	3,4	2,5
Bons et dépôts	1,8	2,2
Divers	4	5,7
Total	100	100

⁷— Articles A 332-1 et A 332-2 du Code, déjà cités.

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

TABLEAU 1bis

RAPPEL DU MONTANT TOTAL DES PLACEMENTS

	Au 31-12-1987	Au 31-12-1988
MONTANT (milliards de F)	716,5	876,2
Taux de croissance sur l'année précédente (%)	+ 18,9	+ 22,3

- On constate que les ratios de répartition sont peu contraignants et qu'au niveau des encours, les évolutions sont extrêmement « lissées » d'une année sur l'autre.
- Le placement s'effectue majoritairement en obligations à taux fixe, bien au-delà de ce qu'imposerait la réglementation (34 %).

Lorsqu'on examine les comptes entreprise par entreprise, on observe une remarquable ressemblance des comportements des entreprises d'assurances sans que la réglementation en soit la cause. Mais ceci n'est pas surprenant : l'intensification de la concurrence fait pression sur leurs marges techniques et leur impose d'optimiser leurs revenus financiers sous contrainte de sécurité : elles ont des engagements libellés en montant, voire en taux d'intérêt à tenir.

Disons pour simplifier⁸ que pour couvrir avec un minimum de risques leurs engagements comptables vis-à-vis de leurs assurés, les entreprises ont besoin de placer une forte partie de leur actif (en pratique plus de la moitié), en valeurs à revenus fixes. Toutefois, pour se prémunir contre l'inflation (ainsi que pour améliorer la rentabilité de l'ensemble de leur portefeuille), les entreprises sont incitées à investir en actions et en immeubles, en achetant des actions de sociétés qui bénéficient de facto d'une certaine indexation de leurs profits sur l'inflation.

Mais ces placements dits « à revenus variables » restent minoritaires. La valeur d'inventaire de l'ensemble de l'actif d'une entreprise d'assurance doit, malgré les fluctuations des cours de bourses, toujours rester supérieure aux engagements figurant au passif. Dans le cas contraire, il leur faudrait, sous peine de retrait d'agrément, accroître leur actif, ceci débouchant inévitablement sur une augmentation de capital.

C'est cette démarche prudente qui a permis qu'à la suite du Krach d'octobre 1987, dans la quasi totalité des cas, toute augmentation de capital se soit trouvée évitée, grâce à la réévaluation des actifs immobiliers comportant des plus-values latentes et à la comptabilisation des obligations achetées au-dessous du pair (ce qui est le cas général) à leur valeur de remboursement.

- La spécialisation commerciale se fait sentir dans les structures de portefeuille.

On remarque également le poids considérable des placements de la branche « Vie », et surtout leur taux de croissance très élevé.

Schématiquement, les entreprises « vie » ont des taux de rendement à garantir, la prudence leur commande un investissement massif en obligations à taux fixes.

Les entreprises IARD ont des sinistres à payer à un horizon de moyen terme, et notre pays a accoutumé — sur un passé encore récent — les entreprises à d'amples fluctuations de l'inflation sur un laps de temps de quelques années. Or une accélération de l'inflation se traduit en « branches dommages » par une élévation du

8 — Voir l'article de M. Claude Giraud, Directeur Financier du GAN, sur « La Gestion Financière des Compagnies », in : *Analyse Financière*, numéro 25, 4^e trimestre 1986.

LA RÉGLEMENTATION

TABLEAU 2

RÉPARTITION DE L'ENCOURS DES PLACEMENTS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE (au 31-12-1988)

Nature de l'actif	Entreprises de dommages (%)	Entreprises vie et capitalisation (%)	Rappel ensemble des entreprises (%)
Obligations	47,4	61,2	56,6
Actions	25,3	16,7	19,6
Immobilier	16,2	11,9	13,4
Prêts	2,8	2,4	2,5
Bons et dépôts	2,3	2,3	2,2
Divers	6,0	5,5	5,7
Total	100	100	100

TABLEAU 2bis

RAPPEL DU MONTANT TOTAL DES PLACEMENTS (au 31-12-1988)

	Entreprises de dommages	Entreprises « vie » et capitalisation	Ensemble
MONTANTS (milliards de F)	295,8	580,4	876,2
Taux de croissance sur l'année précédente (%)	+ 9,7	+ 29,9	+ 22,3

159

coût des sinistres qui pèse sur — voire rend négatif — le résultat technique : il est important que les entreprises aient pour ce cas de figure des éléments d'actifs qui génèrent un rendement, comptablement, plus élevé. Au cas de décélération de l'inflation le mécanisme joue à l'inverse.

TABLEAU 3

RÉPARTITION DE L'ENCOURS DES PLACEMENTS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE-VIE SELON LEUR FORME JURIDIQUE

Nature de l'actif	Principales formes juridiques				Rappel ensemble des entreprises vie et capitalisation (%)
	Nationales (%)	Sociétés anonymes (%)	À forme mutuelle (%)	Étrangères (%)	
Obligations	51,0	67,7	59,0	70,0	56,6
Actions	23,5	13,9	12,9	8,8	19,5
Immobilier	14,5	8,2	16,8	15,0	13,4
Prêts	1,9	2,1	5,9	2,1	2,5
Bons et dépôts	3,5	2,0	1,9	2,3	2,3
Divers	5,6	6,1	3,5	1,8	5,7
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

On observe bien un investissement des entreprises de dommages plus élevé en actions et en immobilier, que pour les entreprises « Vie » et Capitalisation.

- Une faible différenciation des politiques d'investissement en fonction du statut juridique.

TABLEAU 3bis

RÉPARTITION DE L'ENCOURS DES PLACEMENTS DES ENTREPRISES D'ASSURANCE DE DOMMAGES SELON LEUR FORME JURIDIQUE

Nature de l'actif	Principales formes juridiques				Rappel ensemble des entreprises de dommages (%)
	Nationales (%)	Sociétés anonymes (%)	À forme mutuelle (%)	Étrangères (%)	
Obligations	45,5	44,4	51,4	60,3	47,4
Actions	27,9	29,3	21,1	18,6	25,3
Immobilier	15,0	17,5	15,2	11,9	16,2
Prêts	2,6	2,1	4,1	1,9	2,8
Bons et dépôts	4,6	2,1	1,2	5,1	2,3
Divers	4,4	4,6	7,0	2,2	6,0
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Un peu plus discriminante serait en revanche la taille de l'entreprise : bien souvent les entreprises de petite taille investissent moins facilement en valeurs à revenus dits « variables » (actions et immeubles).

Quels éléments nous apporte l'observation des réglementations et pratiques au sein de la CEE ?

Il est intéressant de se référer à une étude comparative effectuée par les Services de la Communauté Européenne⁹. Rappelons-en les principaux éléments :

De nombreux points de convergence entre les réglementations

- Dans la plupart des États, les règles sont identiques selon les branches¹⁰ « Vie » et « Non-Vie ».
- Une liste d'actifs admis existe bien souvent, sauf aux Pays-Bas, mais la nature et la répartition des placements y sont soumises à l'approbation de l'autorité de contrôle, entreprise par entreprise. Au Royaume-Uni, il n'existerait pas de liste mais seuls peuvent être admis les actifs pour lesquels sont définies des règles d'évaluation.
 - Sont généralement admis : les obligations émises dans le pays considéré, les actions émises et cotées dans ce pays, les immeubles bâtis situés sur le territoire national, les prêts hypothécaires sous conditions, les prêts aux collectivités locales, les dépôts.
 - Sont exclus dans tous les États membres : les pierres et les métaux précieux, ainsi que les œuvres d'art.

9— Et présentée à la journée Argus-Andèse du 16 mars 1989 par M. Pool, ancien chef de la division Assurance de la Commission des CE. Les chiffres sont de source CEA (et seraient relatifs à l'année 1983).

10— Avec cependant un particularisme italien en faveur de la branche RC-Auto.

LA RÉGLEMENTATION

— Sont bien souvent exclus : les valeurs immobilières étrangères non cotées dans l'État membre (sauf en Irlande et au Royaume-Uni).

— Ont en revanche des traitements très différenciés d'un État-membre à l'autre : les créances sur les intermédiaires, ainsi que sur les réassureurs.

● Il existe très souvent des ratios prudentiels de dispersion par émetteur et de répartition (plafonds par catégorie d'actifs), avec l'exception quasi-universelle des valeurs de l'État membre.

● Les règles de congruence et de localisation découlent des directives communautaires. Leur application semble être plus ou moins stricte d'un pays à l'autre ; elle l'est davantage en RFA et en France. Les règles communautaires dans ces domaines seront révisées avec l'entrée en vigueur de la Directive LPS non-vie au 1^{er} juillet 1990.

Des différences plus sensibles apparaissent en matière de règles d'évaluation et de fiscalité

● Les règles et les pratiques d'évaluation diffèrent davantage, même si leurs objectifs sont communs

En pratique deux principes se distinguent : la valeur vénale et le « plus petit chiffre » entre cette valeur et le prix d'achat. C'est bien souvent « le plus petit chiffre » qui doit être retenu, mais ce n'est pas toujours le cas, comme par exemple en France pour les obligations achetées au-dessous du pair qui sont inscrites au coût historique d'acquisition, inférieur à la valeur de remboursement.

Il est intéressant de voir qu'en matière immobilière deux écoles s'affrontent. En RFA et en France c'est « la méthode du plus petit chiffre » qui est en principe applicable (en France il peut y avoir cependant réévaluation de la valeur du bien, sur la base du rapport d'expert désigné). Au contraire au Royaume-Uni et en Irlande, mais également en Belgique, aux Pays-Bas et en Italie c'est une estimation à la valeur vénale qui est effectuée.

● Les règles fiscales sont citées pour mémoire. Leur influence sur la politique de placement est loin d'être négligeable. Leur complexité au niveau de chaque État membre, rend difficile comparaisons... et harmonisation !

De plus, en cette matière, il faut à Bruxelles un vote à *l'unanimité* (et non à la majorité, qualifiée ou non, comme pour les autres secteurs) pour que soit adopté un texte européen. C'est bien le signe que la fiscalité est au cœur de la souveraineté nationale ; l'unanimité sera sans doute bien difficile à obtenir.

La pratique des assureurs européens

La même étude comparative réalisée par les Services de la Communauté sur la base des données du CEA, procure une indication sur les différentes répartitions¹¹ des avoirs en assurance-vie.

● Quels sont les extrêmes ?

— D'un côté la RFA qui privilégie les valeurs à revenus fixes. Il est vrai que les règles d'évaluation sont telles qu'à chaque catégorie d'actifs est appliquée la règle du « plus petit chiffre » entre prix d'achat et valeur vénale, sans que le prix d'achat puisse être réévalué. De surcroît le marché des actions est peu développé, ce qui incite les investisseurs institutionnels à recourir aux obligations et aux prêts.

— D'un autre côté, le Royaume-Uni, avec la part importante prise par les valeurs à revenus variables. Le Royaume-Uni a adopté la règle de l'estimation à la valeur vénale, ce qui encourage les entreprises à choisir des placements susceptibles

¹¹ — Les règles d'évaluation variant d'un État à l'autre, ceci a un impact sur les pourcentages présentés. Les appellations « revenus fixes » et « revenus variables » sont prises ici pour simplifier.

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

TABLEAU 4

RÉPARTITION DES PORTEFEUILLES D'ACTIFS EN ASSURANCE-VIE (%)

	RFA	France	Italie	Pays-Bas	Royaume-Uni
Obligations Titres de créances Prêts autres qu'hypothécaires	65,3	59,4	36,3	55,8	32,1
Prêts hypothécaires	20,7	1,7	15,7	21,1	5,6
Total valeurs à « revenu fixe »	86,0	61,1	52,0	76,9	37,7
Actions Immobilier	5,2 8,4	14,6 18,9	6,5 33,5	5,3 6,3	40,7 16,8
Total valeurs à « revenu variable »	13,6	33,5	40,0	11,6	57,5
Divers	0,4	5,4	8,0	11,5	4,8
Total général	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

de croître en valeur réelle, tels qu'en actions. De plus, le marché des actions y est traditionnellement très développé, ce qui rend « naturelle » son utilisation par les investissements.

- Les autres particularismes

— L'examen de la situation aux Pays-Bas est intéressant parce que les assureurs y ont une très grande liberté. On observe qu'ils ont choisi une répartition presque identique à celle des assureurs allemands et très éloignée de celle qui a la préférence de leurs homologues britanniques, qui ont également une très grande latitude de choix.

— La France se situe quant à elle entre les extrêmes, dans une position médiane entre la gestion très prudente d'Outre-Rhin, et celle sous forte contrainte concurrentielle d'Outre-Manche entre assurance-vie et autres produits d'épargne tels que les OPCVM dont la valeur « liquidative » des supports parts ou actions, placés dans le public est homogène à la valeur vénale.

— L'Italie a une position singulière en matière de placements immobiliers. La raison ne peut en être trouvée dans des exigences réglementaires ; elle provient sans doute de la règle d'évaluation spécifique de cette catégorie d'actifs, à la valeur (avec une réglementation spécifique de la branche RC-Auto).

— Toujours en matière de détention de biens immobiliers, on voit que ce qui diffère principalement entre la France et la RFA c'est moins le pourcentage total d'actif immobilier détenu, que les modalités précises de détention (prêts hypothécaires ou autres formes). À ces diverses modalités sont associées des règles d'évaluation différentes : pas de réévaluation en RFA ; mais des possibilités en France.

Sans bien sûr prétendre tout expliquer à partir de cette comparaison d'un point des réglementations, on peut quand même y voir la trace du souci de la RFA d'extrême prudence pour le secteur de l'assurance, mais aussi de la volonté de ce pays de lutter efficacement contre l'inflation ; l'existence de procédures de réévalua-

LA RÉGLEMENTATION

tion dans d'autres pays traduisent a contrario la volonté de laisser aux institutionnels des moyens de s'adapter à l'inflation, au risque de contribuer à l'alimentation de celle-ci par l'indexation qui se trouve de fait opérée.

Cette dernière approche est celle, à des degrés divers, de l'Italie, de la Grande-Bretagne et de la France, trois pays qui ont connu (ou connaissent encore, pour les deux premiers) des poussées inflationnistes plus élevées que chez leur voisin germanique. Ce constat n'est pas sans intérêt, dans le cadre de réflexions sur les contours d'une réglementation nationale des placements.

— Par ailleurs, les placements en fonds d'État représentent toujours une part importante (25 à 30 %), qu'il y ait ou non plancher d'emploi. Les pourcentages — non repris ici — observés au Royaume-Uni et aux Pays-Bas d'une part, et en RFA d'autre part, sont très voisins.

En résumé, les placements en actions sont toujours sensiblement moindres que ce qui serait autorisé par les règles ; il semble en être de même pour les biens immobiliers ; la structure des placements est principalement influencée par deux éléments :

— en tout premier lieu : l'importance des « pratiques », habitudes et traditions nationales, ce que D. Kessler dénomme les *consensus de marché*, qui inter-agissent sur ce qui est disponible sur un marché donné et donc sur ce que les investisseurs trouvent à acheter dans leur « pré-carré » ;

— en second lieu : les réglementations nationales, principalement sans doute en leur chapitre règles d'évaluation comptables et leur fiscalité. Mais ces réglementations accompagnent le « consensus de marché » sans le heurter. Elles ne semblent pas être perçues comme fortement contraignantes, mais comme faisant « corps » avec ces consensus pour former au total les consensus de place.

Chacun de ces consensus est, en raison même du nombre des acteurs¹² et de l'ancienneté de sa formation, doté d'une pérennité « auto-porteuse » amenant les inflexions de comportement à n'être significatives que sur le long terme, même au cas d'évolution sensible des réglementations nationales ou... européennes !

163

Se dégage-t-il au niveau européen une philosophie générale des règles de placement dans l'assurance ?

Au-delà des consensus de place que l'on observe, avec chaque spécificité de comportement, une convergence se dessine sur les idées générales. Les objectifs classiques de sécurité, de liquidité, de rentabilité sont communs même s'ils se traduisent dans des règles d'évaluation différentes, qui peuvent influencer sur le choix de certains placements (actions, immeubles).

Les règles de congruence et de localisation sont inscrites dans les directives relatives à la liberté d'établissement, celle de 1973 et celle de 1979.

La règle de congruence a connu plus de sévérité dans son application dans les pays à tradition de contrôle des changes, en France donc, mais également en RFA. Réaffirmée dans son principe par la Directive LPS-Non-Vie qui définit les souplesses admissibles (principalement envers l'Écu), cette règle verra son application pratique homogénéisée d'un État-membre à l'autre par la prochaine entrée en vigueur de ce nouveau texte européen.

¹² — Y compris les épargnants et assurés personnes physiques dont la demande influe sur la définition des produits.

Souplesse et contrainte de la réglementation

Comme toujours lorsque l'on cherche à deviner l'avenir, il est bon de se référer préalablement aux tendances qui se dégagent sur le passé récent. Examinons donc ce qu'il en est pour l'évolution de la réglementation des placements, dans le cadre des travaux de modernisation de la place financière de Paris.

Puis, nous replaçant ensuite dans le contexte de l'approche de l'horizon européen, les textes adoptés de même que les sujets en cours de négociation à Bruxelles, vont nous permettre de dégager les voies de réflexion et d'évolution possible, au plan français.

A L'EXAMEN DU PASSÉ RÉCENT, LA RÉGLEMENTATION DES PLACEMENTS S'ADAPTE !

L'admission des Titres de Créances Négociables (TCN)

Dans le cadre des mesures réformant les marchés de capitaux, il a été décidé qu'à compter du 31 décembre 1986, les comptes à vue des entreprises d'assurance, qui avaient auparavant le statut d'ENBAMM¹³ ne seraient plus rémunérés, le marché monétaire devenant exclusivement interbancaire. Cette date limite a été par la suite reportée au 31 août 1987 pour faciliter la transition vers le nouveau régime s'appuyant sur les nouveaux moyens de placement de trésorerie que sont devenus les TCN.

Dès le 13 mars 1986 un décret pris après avis du Conseil d'État, a introduit dans la liste des actifs réglementés des entreprises d'assurance (l'article R 332-2 déjà cité), les billets de trésorerie et les certificats de dépôts, ainsi que les bons émis par les institutions financières spécialisées.

Ces nouveaux titres de créance ont des caractéristiques équivalentes à celles des différents effets représentatifs de prêts, antérieurement souscrits par les entreprises d'assurance. Du point de vue de la réglementation, ils sont donc entrés dans la catégorie des prêts.

Les possibilités d'intervention sur le MATIF

La création du MATIF résulte de la loi du 11 juillet 1985. Les entreprises d'assurances régies par le Code des Assurances ont aussitôt (article 9-IV de ladite loi) été autorisées à procéder à des opérations d'achat et de vente sur les marchés à terme de valeurs mobilières, sur les marchés portant sur la livraison à terme de valeurs mobilières, ainsi que sur le MATIF.

Un groupe de travail, associant les diverses professions concernées, a été constitué pour préparer la mise en place de ce marché qui a « ouvert ses portes » le 20 février 1986. Le Conseil National de la Comptabilité (CNC) a, par son avis du 9 juillet 1986, défini les principes comptables devant être appliqués aux opérations traitées sur le MATIF. En conclusion de ces travaux et avis, est intervenue la circulaire de la Direction des Assurances, en date du 12 juin 1987. Dans le respect du principe formulé par le CNC de la distinction entre les opérations de couverture et les autres, elle est venue préciser les règles de comptabilisation propres aux entreprises d'assurance et a instauré un système de suivi des engagements à terme.

Ce système s'appuie sur le dossier annuel qui se trouve complété par les déclarations du montant des engagements à terme restant en cours au 31 décembre

¹³ — Entreprises Non Bancaires Admises au Marché Monétaire.

LA RÉGLEMENTATION

de l'année recensée. Il recourt également aux états trimestriels qui désormais incorporent à l'attention des autorités de contrôle des assurances un relevé détaillé des « positions ouvertes » : en distinguant achat ou vente, ainsi que si l'opération à terme est à moins ou à plus de trois mois.

A l'époque, il n'a pas été jugé nécessaire d'enserrer les interventions des assureurs sur le MATIF dans des règles strictes : c'est une philosophie très libérale qui a prévalu, assortie de « sonnettes d'alarme » à réaction rapide puisque reliées au « tableau de bord » trimestriel. Elles n'ont pas eu à « tinter » même au moment du Krach d'octobre 1987.

A l'expérience les interventions des assureurs, dictées par la recherche d'une couverture additionnelle, sont restées très modestes. Au cours des années 1986 et 1987, sur un nombre total d'entreprises d'assurance supérieur à cinq cent, seulement trente-cinq sont intervenues. Bien souvent d'ailleurs les positions prises visaient à tester ce nouveau marché en vue de l'éventuelle obtention d'une couverture additionnelle contre le risque de baisse du taux de rendement de l'actif. Compte tenu notamment des règles d'évaluation des actifs propres aux secteurs de l'assurance et du caractère à long terme de ses placements, c'est en effet bien davantage ce risque « de flux » que redoutent les assureurs et non son symétrique, celui de la dépréciation du portefeuille (risque de « stock »). Ceci explique que les positions prises aient plus souvent été acheteuses que vendeuses.

A la suite du Krach d'octobre 1987 aucune entreprise d'assurance ne s'est vue inquiétée en raison des positions qu'elle avait pu prendre — souvent à titre expérimental donc de manière tout à fait limitée sur ce nouveau marché.

Les entreprises d'assurance sont soucieuses d'optimiser leur gestion financière sur le moyen terme (quelques années). Pour ce faire elles jouent, comme nous l'avons vu plus haut, sur la composition de leur actif en dosant valeurs à revenus fixes et valeurs à revenu variable. Les trois années d'existence du MATIF leur ont permis en toute liberté réglementaire de se familiariser avec des techniques nouvelles, plus proches sans doute des impératifs de la gestion de trésorerie. Dans une perspective d'intensification de la concurrence, ces techniques peuvent leur être fort utiles pour accroître la rentabilité de leur portefeuille.

On voit à cet égard se développer aux États-Unis des techniques dites de « gestion dynamique » du portefeuille des investisseurs institutionnels qui font le choix d'une gestion traditionnelle pour les actifs venant en couverture d'engagements réglementés, tandis qu'ils font simultanément bénéficier leurs fonds propres de cette « gestion dynamique » recourant activement aux nouveaux instruments financiers. Sur ce segment de l'actif, les investisseurs peuvent s'autoriser à prendre davantage de risques, à la recherche d'un plus fort rendement.

Ne doutons pas que les entreprises d'assurance françaises ne soient elles aussi en train de sélectionner les techniques qui vont leur permettre, dans le respect de l'impératif de sécurité sur leur actif réglementé, d'accroître leur efficacité en tant qu'investisseur pour financer leur développement stratégique au-delà de nos frontières nationales.

Les prêts de titres

La loi sur l'épargne du 17 juin 1987, modifiée par la loi du 23 décembre 1988 relative aux OPCVM et aux Fonds Communs de Créances, a défini le cadre juridique et fiscal des opérations de prêts de titres. Elle a notamment instauré un régime de neutralité fiscale pour le prêteur.

La loi sur l'épargne ne fait pas obstacle à l'intervention des entreprises d'assurance sur ce nouveau marché, au titre exclusif de positions prêteuses. Et rien

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

n'empêchait les entreprises de réaliser des opérations de prêts sur leurs fonds propres.

Tenant compte des demandes des professionnels, la Direction des Assurances a élaboré un décret, paru au Journal Officiel du 4 juin 1989, autorisant l'affectation des prêts de titres relevant de la loi sur l'épargne, en couverture des engagements réglementés.

Ce décret, en date du 2 juin 1989, complète la liste des actifs affectables en couverture des engagements réglementés par ajout des créances représentatives des prêts de titres définis par la loi du 17 juin 1987. Il précise également les conditions de garantie qui conditionnent l'admissibilité de ces créances. Les garanties requises sont traditionnelles en matière de prêts ; elles peuvent être constituées soit par une caution bancaire, soit par le nantissement de valeurs mobilières, soit par un cautionnement en espèces.

Au regard des règles de répartition et de dispersion, les créances suivent le même régime que les prêts : elles sont soumises au ratio général de dispersion¹⁴ de 5 % des engagements, ainsi qu'au ratio particulier de répartition de 35 %, ce qui, compte tenu de la part moyenne des prêts classiques dans le total des placements des entreprises d'assurance, leur laisse de larges possibilités d'intervention sur ce nouveau marché des prêts de titres.

Une circulaire, en date du 21 juillet 1989 est venue compléter le dispositif en précisant les règles comptables d'affectation et d'estimation de la valeur des créances.

Pour la place de Paris, le développement d'un véritable marché de prêts de titres va contribuer à accroître la liquidité des titres et donc à améliorer le fonctionnement du système de Règlement-Livraison. Mais l'intérêt de la place se conjugue avec celui du prêteur de titres qui peut ainsi obtenir une rémunération additionnelle de son portefeuille d'actifs.

La réglementation des placements accompagne ainsi la naissance de ce nouveau marché en autorisant, sous conditions prudentielles ad hoc — garanties et ratios — les assureurs à intervenir sur leur actif réglementé.

La titrisation

A la suite des expériences américaine et britannique, la titrisation est en train de voir le jour en France, « tirant par la main » la notation¹⁵ qui avait fait jusqu'à présent une timide entrée dans notre pays.

La loi du 23 décembre 1988, relative aux OPCVM, porte également création des Fonds Communs de Créance destinés à être le véhicule français de la titrisation. Le décret du 9 mars 1989 est venu compléter les principales caractéristiques de ces FCC.

Les Assureurs peuvent-ils aujourd'hui investir dans des FCC sur actifs réglementés ? Rien ne s'y oppose dans les textes constitutifs de ces fonds.

Rappelons de surcroît que, conformément à l'esprit des promoteurs de ces textes, les parts de FCC faisant l'objet d'un placement public (dites dans ce cas « de type 1 ») seront obligatoirement cotées. Ainsi le stipule le règlement¹⁶ de la Commission des Opérations de Bourse relatif aux règles d'agrément et de fonctionnement des Fonds Communs de Créances. Ce règlement précise d'ailleurs que les

14 — Par émetteur, soit ici : par « emprunteur ».

15 — Le « rating » des anglo-saxons.

16 — Règlement homologué par l'arrêté du 31 juillet 1989 du ministre de l'Économie, des Finances et du Budget, paru au JO du 5 août 1989.

LA RÉGLEMENTATION

SICAV ne pourront pas détenir des parts qui ne seront pas destinées à être cotées.

Se trouverait ainsi également organisé le marché secondaire dont la garantie d'efficacité est, comme on le sait, très importante au regard du placement d'un nouveau produit financier. Or, de par la loi du 23 décembre 1988, les parts émises par les FCC sont des valeurs mobilières.

Dans ces conditions, les parts de Fonds Communs de Créances cotées sont d'ores et déjà admises en représentation des engagements réglementés sous la rubrique existante du Code des Assurances, intitulée « actions et autres valeurs mobilières inscrites à la Cote officielle... ». Trouvent à s'appliquer : le ratio de dispersion de droit commun de 5 % et le ratio de répartition de 66 % afférent aux valeurs autres qu'obligataires ou assimilées.

Précisons que, si la liste des actifs admis se trouve à accepter les parts de FCC cotés sous la même rubrique que les actions cotées, ceci ne saurait traduire une assimilation de nature entre ces deux catégories de valeurs mobilières. Les parts de FCC ont bien leur spécificité. Ce ne sont pas des actions (ne serait-ce qu'en l'absence de droit de vote associé ou d'une quelconque fraction de capital détenu). Ce ne sont pas non plus des obligations, même si certaines caractéristiques les en rapprochent. Les spécialistes considèrent qu'il s'agit de produits « hybrides », ou « synthétiques », associant obligation et option de vente. Le porteur de parts supporte en effet pleinement le risque de remboursement anticipé qui correspond à la détention de fait par l'emprunteur initial d'une option de « vente de son crédit » à son prêteur.

Cette option de vente rendait difficile l'assimilation pleine et entière de ces nouvelles valeurs à des obligations. Était en revanche ouverte la rubrique « autres valeurs mobilières » qui n'est guère contraignante, nous l'avons vu, du point de vue des ratios prudentiels.

Ainsi, les assureurs ont donc toute possibilité de placement sur ces valeurs mobilières, dès lors qu'elles sont cotées. Nous retrouvons une nouvelle fois ici la traduction de cette « préférence pour la cotation » exposée plus haut.

167

Le marché va maintenant permettre à l'offre de parts et à la demande de souscription de se rencontrer pour déterminer, selon la parfaite logique économique, le « prix d'équilibre ».

Nous voyons ainsi que la réglementation des placements du secteur de l'assurance s'est mise en harmonie avec les avancées récentes des marchés financiers français opérées dans le cadre de la modernisation de la place de Paris.

LES VOIES DE RÉFLEXION ET D'ÉVOLUTION, A L'APPROCHE DE L'HORIZON EUROPÉEN

Les textes européens

En cours d'entrée en vigueur

- La Directive relative aux OPCVM.

La Directive en date du 20 décembre 1985 est entrée en vigueur au 1^{er} octobre 1989. Elle a trouvé sa traduction en droit français dans la loi du 23 décembre 1988 dont les textes d'application sont parus au Journal Officiel du 7 septembre 1989 (deux décrets et un arrêté, en date du 6 septembre 1989). Qu'apporte-t-elle principalement ?

C'est sans doute une banalité que de dire qu'elle substitue l'horizon européen là où était dressé un horizon français. Mais elle apporte d'une certaine façon une révolution. En effet, le but principal de cette directive est de rendre les parts ou actions, émis par les OPCVM d'origine communautaire, commercialisables sur l'ensemble du territoire de la Communauté. L'objet essentiel de cette directive est ainsi de définir quelles seront les conditions que devront remplir les OPCVM dits

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

« coordonnés », pour que les souscriptions puissent être effectuées dans tous les États membres, conformément au principe de reconnaissance mutuelle, dès lors qu'ils auront reçu agrément dans l'un des États de la Communauté.

Ces conditions comportent, à l'instar des réglementations assurances : listes d'actifs, ratios prudentiels, règles d'évaluation, préférence pour la cotation... qui sont des règles et principes quasi-universels pour des entités financières « dont le fonctionnement est soumis au principe de la répartition des risques¹⁷ ». Mais en matière de placements, elles vont ouvrir un horizon plus large aux OPCVM français. Et ceci, à un double titre.

D'une part la préférence pour la cotation des valeurs mobilières ne sera plus seulement pour une cotation française mais pour « la cote officielle d'une Bourse de valeurs d'un État membre » ainsi que¹⁸ pour les « valeurs mobilières négociées sur un autre marché d'un État membre, réglementé, en fonctionnement régulier, reconnu et ouvert au public ».

En fait, sous l'angle des placements admissibles pour les OPCVM, la directive ne se limite pas à l'horizon européen puisqu'elle admet également *les valeurs mobilières admises à la cote officielle d'une Bourse de valeurs d'un État-tiers ou négociées sur un autre marché d'un État-tiers (...)*.

La cotation est ainsi entendue au niveau européen et même au-delà des frontières de la CEE, la transcription en droit français admettant les valeurs négociées sur un marché réglementé en fonctionnement régulier d'un État non membre de la Communauté pour autant que ce marché n'a pas été écarté par la Commission des Opérations de Bourse.

D'autre part, disparaît la préférence pour les valeurs nationales, au profit — principalement — des valeurs émises ou garanties par les États membres ou par ses collectivités publiques territoriales. Le principe de préférence géographique est conservé !... Mais il est élargi aux frontières de la CEE.

- La Directive organisant la libre prestation de services en assurance non-vie¹⁹.

Cette Directive dite « LPS-dommages », en date du 22 juin 1988, doit entrer en vigueur (au plus tard) le 1^{er} juillet 1990. Sa traduction législative se trouve incorporée au projet de loi sur l'assurance déposé devant le Sénat au printemps dernier, qui va être examiné par le Parlement à la rentrée d'octobre.

Cette directive pose les règles selon lesquelles un assureur agréé dans un État-membre pourra exercer son activité dans tout autre État-membre de la Communauté, sans avoir besoin de s'y établir préalablement. Conformément au principe rappelé par la CJCE²⁰, il convient d'accorder aux preneurs d'assurance (les assurés potentiels) une protection particulière dans l'État où le risque est situé dès lors qu'ils ne sont pas d'une certaine taille. C'est pourquoi deux régimes sont prévus : celui des « risques de masse » pour la souscription desquels un agrément préalable pourra être exigé dans le pays de prestation de service. Et celui dit des « grands risques » sur lesquels la liberté de souscription est totale.

En matière de placements — ce qui nous intéresse ici — cette directive consacre les principes traditionnels rappelés plus haut. Pour ce qui est des règles de constitution des provisions et de leur « couverture à tout moment par des actifs

17— Cf. La rédaction de l'article premier, point 2 de la Directive OPCVM.

18— Ce second point recouvre notamment pour la France les Titres de Créances Négociables.

19— Alias : Directive portant coordination des dispositions législatives, réglementaires et administratives concernant l'assurance directe autre que l'assurance sur la vie, fixant les dispositions destinées à faciliter l'exercice effectif de la libre prestation de services et modifiant la Directive 73/239/CEE.

20— Arrêts du 4 décembre 1986 de la Cour de Justice des Communautés Européennes.

LA RÉGLEMENTATION

équivalents », elle reconduit la première directive de 1973, en spécifiant que dans le cas des risques de masse c'est le régime du pays où s'exerce la prestation de service qui s'applique, alors que dans le cas des grands risques c'est celui de l'établissement de l'assureur, et ce, en attente d'une harmonisation ultérieure.

En réaffirmant comme on l'a examiné plus haut la règle de congruence, elle lui consent de nouvelles souplesses laissées à l'appréciation de chaque État-membre, notamment en faveur de l'Écu. Elles sont au nombre de deux :

— Les États-membres peuvent autoriser leurs entreprises à ne pas représenter leurs provisions techniques par des actifs congruents, dans une monnaie donnée, en deçà de 7 % des éléments d'actifs existant dans d'autres monnaies, ainsi que de 20 % de leurs engagements dans une monnaie déterminée.

— La congruence peut être réputée obtenue sur chaque monnaie d'un État-membre lorsque les actifs venant en couverture sont libellés en Écus à concurrence de 50 %.

• La Directive libérant les mouvements de capitaux.

Cette directive en date du 24 juin 1988 doit également entrer en vigueur (au plus tard) le 1^{er} juillet 1990. Elle ne concerne certes pas exclusivement le secteur de l'assurance mais elle facilitera grandement la souscription de contrats d'assurance à l'étranger puisqu'elle vise expressément (au point X de son annexe) les transferts « en exécution de contrats d'assurances », quelle que soit la nature du contrat (toutes branches de dommages ou vie).

Ces deux directives de juin 1988 n'entraînent pas la libéralisation intégrale de la souscription de contrats à l'étranger ; nous avons vu que la CJCE consacre le fait que le preneur d'assurance a le droit à une protection particulière. Mais elles portent bien en germe — en raison de l'intensification de la concurrence, comme de l'évolution significative vers un marché financier unique — l'ouverture, pour chaque entreprise d'assurance, de la possibilité de présenter des contrats en devises étrangères aux résidents de l'État-membre où elle est agréée.

169

C'est pourquoi le projet de loi sur l'assurance prévoit-il de donner cette possibilité de présenter des contrats en devises aux résidents français, à toute entreprise de dommages agréée en France. Sous réserve de l'approbation par le Parlement de cette évolution, il restera à traduire dans les textes réglementaires la couverture par des actifs congruents.

Les directives en cours d'élaboration.

• Le projet de directive LPS-Vie

Un premier projet a été élaboré par la Commission et présenté en mai 1988. Les négociations progressent à un rythme soutenu, sous Présidence française pour ce second semestre 1989. Les principales dispositions qui la constitueront devraient, en matière de placements, être très voisines de celles relatives à la LPS-« Non-Vie ».

Doivent principalement être traitées les modalités pratiques d'application d'un régime à « deux vitesses », distinguant les « grands risques », sans agréments, de ceux pour lesquels un agrément pourra continuer à être imposé par les États-membres, en attente d'harmonisations ultérieures. Resterait également à trouver un terrain d'entente « à douze » pour les produits « groupe », pour l'instant non couverts par le projet de Directive.

En matière de constitution de provisions et de règles de placement, les dispositions de cette directive devraient, selon toute logique, être décalquées de celles de la Directive LPS-« non-vie ».

Quant à la possibilité pour les assureurs-vie de présenter des contrats en devises étrangères, celle-ci pourrait leur être accordée, selon les orientations définies

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

par le ministre d'État Bérégovoy, sinon au moment de la traduction en droit français de cette directive une fois adoptée, du moins à l'approche de l'entrée en vigueur de la directive libérant les mouvements de capitaux.

- Le projet de directive comptable

Il s'agit du projet de directive concernant : « les comptes annuels et les comptes consolidés des entreprises d'assurances ». Présenté au Parlement européen. Celui-ci a rendu son avis, et de nombreux amendements techniques ont été apportés.

L'enjeu de cette directive est à la mesure de la complexité technique de son objet, particulièrement élevée. N'est en jeu à terme, pas moins que le principe de la reconnaissance mutuelle entre États, à l'instar de ce qui vient de connaître une définition ultime dans le secteur bancaire en matière d'agrément. Il deviendrait alors possible d'aller au-delà de la libre prestation de services en assurances, vers un agrément unique valable sur l'ensemble du territoire de la Communauté.

Bien du chemin reste à faire, tant le sujet est difficile et tant ses répercussions sont multiples.

En matière de placements, celles-ci seraient considérables puisqu'elles devraient inévitablement toucher aux modalités d'évaluation des actifs dont nous avons vu qu'elles diffèrent sensiblement d'un État-membre à l'autre. Seraient également harmonisées les règles de constitution des provisions défiscalisées²¹, et l'on sait les difficultés de l'harmonisation fiscale ! — Plus aisée sans doute serait l'harmonisation des ratios prudentiels et des listes d'actifs admis, tant les règles sont déjà très proches. Le point difficile, à cet égard, resterait celui des créances sur les intermédiaires ainsi que sur les réassureurs.

L'adoption de cette directive est cependant étroitement associée à la réalisation d'un véritable marché unique en matière bancaire. Les travaux devraient progresser à l'automne prochain.

- Un projet de directive portant sur le droit de la liquidation

Ce projet, distinct de la directive « comptable », n'est en fait qu'à l'état d'esquisse. Une telle Directive permettrait d'avoir une présentation harmonisée des comptes des entreprises venant faciliter la résolution des cas de liquidations judiciaires. Précisément pour cette raison, parce qu'elle toucherait de près à des sujets très sensibles que sont les procédures judiciaires et de saisies — entièrement du ressort des souverainetés nationales — son élaboration à douze est très difficile.

Pourtant, seule son adoption, jumelée avec la mise en place de conventions d'entraide judiciaire effectives au niveau de l'ensemble des États-membres, pourrait permettre pour l'assurance de s'affranchir totalement des règles de localisation nationale, au profit d'une localisation étendue au territoire de la Communauté.

Mais sur ce sujet comme sur d'autres, il faut à n'en pas douter « laisser du temps au temps » pour que, dans le respect des règles de place, des traditions et procédures afférentes à chaque marché, puisse advenir progressivement un marché unique.

LES VOIES D'ÉVOLUTION

La monnaie des contrats d'assurance présentés à des résidents français ne sera plus limitée au franc.

L'ouverture à des devises étrangères est inéluctable à horizon rapproché (d'une année). C'est en elle-même et à dire vrai, bien davantage une conséquence de la

²¹ — Ceci toucherait en France aussi la réserve de capitalisation.

LA RÉGLEMENTATION

disparition du contrôle des changes en France précédant la libération des mouvements de capitaux qu'un assouplissement des règles proprement « assurance ». Ceci témoigne de la confiance des autorités monétaires françaises dans notre monnaie nationale qui, à l'observation sur les dernières années, « tient bien » la parité par rapport aux autres monnaies européennes, et notamment envers le Deutsche Mark. Les perspectives en matière de taux d'inflation comparés sont satisfaisantes. Le corollaire cependant de cette ouverture : l'admission d'actifs en monnaie étrangère venant en couverture, doit être analysée à la lumière des règles prudentielles de l'assurance que sont la congruence, la localisation, ainsi que la sécurité.

Le devenir de la règle de congruence : un assouplissement graduel.

• Tout d'abord ce qu'elle ne saurait connaître : la disparition ! Même si les impératifs de la règle de congruence ont pu être masqués par le Contrôle des changes, leur caractère prééminent demeure.

Cette règle pourrait-elle être remplacée par une obligation de couverture « ad hoc » du risque de change ? Les directives tranchent par la négative ; la réflexion financière aussi. En effet, de nouveaux instruments sont certes présentés comme permettant — au cas de couverture « parfaite » — de satisfaire à un objectif de cette nature. Mais encore faudrait-il que la couverture proposée (bien souvent à très court terme, seulement) soit d'une durée homogène à celle de l'objet couvert (le plus souvent de très longue durée, dans le secteur de l'assurance). Il ne faut pas non plus perdre de vue les risques additionnels (« parasites ») qu'introduisent de tels instruments avec notamment le risque de contrepartie au cas de swaps²². Enfin, encore faudrait-il que les marchés de nouveaux instruments financiers aient une taille à la mesure du volume d'actifs détenus par les investisseurs (plus de 876 milliards de francs pour les entreprises régies par le Code des Assurances, à fin décembre 1988).

• Pour toutes ces raisons, qui viennent conforter le respect du principe de la congruence, et dans le cadre défini par la directive LPS-« Non-Vie »²³, ce sont des assouplissements qui sont envisageables : dérogations sous plafond et recours accru à l'Écu. Mais ils ne sont pas impératifs. Ils s'effectueront, à la mesure et au rythme définis par la concertation entre autorités de contrôle « Assurance » des États-membres.

171

La règle de localisation peut-elle être élargie jusqu'aux frontières de la CEE ?

En reprenant le contenu de la Directive OPCVM, on pourrait imaginer une transposition de même ampleur pour le secteur des placements de l'assurance.

Il ne faut cependant pas perdre de vue, qu'à la différence d'un OPCVM, un assureur prend des engagements qui lui sont impératifs et qui ne vont pas fluctuer en raison directe du devenir de la valeur des actifs détenus dans son portefeuille.

Le principe de sécurité conserve donc toute sa prééminence. Mais en retenant seulement la dimension juridique²⁴ de la règle de localisation : les titres de propriété soient détenus en France (même si d'un point de vue économique les actifs se trouvent à l'étranger), des évolutions de la réglementation apparaissent possibles. Elles viendront faciliter, sous respect de la congruence, la couverture des engagements afférents à des contrats souscrits en France mais libellés en devises

22 — Qui de surcroît sont inscrits hors bilan, ce qui n'est guère satisfaisant du point de vue des règles prudentielles...

23 — La directive « Vie » devrait, en toute logique, lui être homogène sur ce point.

24 — Dans une optique liquidative, prenant en compte le champ géographique d'action du « liquidateur », qui est national.

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

étrangères. Une condition apparaît cependant : c'est que soit résolue la question de l'évaluation des actifs physiquement situés en fait à l'étranger.

La difficulté apparaît surtout pour les biens immobiliers. Le schéma envisageable pour leur admission serait la détention à travers une société, dès lors qu'existeront des moyens de certification des valeurs d'actifs immobiliers détenues à l'étranger, à moins que ladite société ne soit cotée en France.

La préférence pour la cotation ne peut que se trouver renforcée. La cotation oui, mais sur quelle place ?

Cotation et Marché sont deux notions étroitement liées au plan économique, à tel point que l'une ne se conçoit guère sans l'autre. Cette préférence devrait rencontrer un champ plus vaste d'actifs à mesure de l'admission graduelle de nouvelles sociétés à objet, ou champ d'action géographique élargis. Mais ceci n'est pas à dire vrai la véritable « révolution » que serait l'admission en direct d'actifs cotés sur toute bourse de valeurs, communautaire ou non, à l'instar des OPCVM.

On doit observer que, même limitée au champ des seules bourses de la communauté, une telle novation n'est pas prévue par les directives relatives à l'assurance²⁵ : elle laisserait en fait entier le problème du respect de la règle de congruence²⁶ et ne rendrait pour autant caduque la règle de localisation « juridique » (dans une optique liquidative). Cette novation supposerait enfin qu'advienne une véritable reconnaissance mutuelle entre États-membres, au niveau des autorités de contrôle — en particulier du secteur des assurances — des cotations effectuées par les Bourses de Valeurs des autres États-membres. Ceci supposerait corrélativement la diffusion officielle dans chaque État-membre des documents d'information des douze « COB » dans la langue officielle de chacun des douze pays de diffusion...

A ce stade de la réflexion on doit se demander s'il n'est pas plus opérant d'envisager la constitution d'un « compartiment européen » de valeurs qui seraient simultanément cotées sur toutes les Bourses européennes. C'est une voie d'évolution récemment présentée à la presse par un haut responsable de la Société des Bourses Françaises. Force est de constater que cette voie correspond sans doute davantage aux besoins des investisseurs ; assurément mieux à la réalité du mécanisme qui amène une société à pouvoir être admise à une cote officielle : seules les entreprises d'une certaine taille et implantées à l'étranger pourront et auront intérêt à venir s'inscrire à la cote européenne ; sans difficultés majeures aux possibilités techniques de la cotation en continu, grâce aux moyens télématiques associés, et au cheminement — progressif — vers un schéma de Livraison-Règlement standardisé au niveau international.

A quel prix une évolution de la préférence pour les valeurs nationales, au bénéfice d'une préférence européenne, est-elle possible ?

Cette évolution, est sans doute « dans la logique des choses » à l'approche de l'échéance de 1992. Mais encore faut-il bien en saisir toutes les implications et avoir présent à l'esprit son corollaire qui serait très certainement la disparition des avantages fiscaux associés à la détention de produits définis sous contrainte d'emploi en valeurs françaises, tels que les contrats d'assurance. Cette disparition irait tout à

25 — On se souvient toutefois que, selon l'actuelle réglementation française des placements, les assureurs peuvent investir dans des OPCVM dont l'actif est composé jusqu'à 50 % de valeurs étrangères ; ils bénéficient ainsi, par le biais de SICAV ou de FCP, de l'élargissement de la réglementation relative aux OPCVM, en matière de souscription de valeurs mobilières cotées sur une place étrangère.

26 — Hors avènement de la monnaie européenne unique ! — la cotation sur une place étrangère étant a priori effectuée non pas en francs mais dans la devise de cette place.

LA RÉGLEMENTATION

fait dans le sens souhaité par Bruxelles qui opère un réexamen d'ensemble des aides publiques bénéficiant à certaines entreprises²⁷ ou favorisant le placement de produits nationaux.

Plus précisément, le maintien d'avantages fiscaux serait acceptable pour Bruxelles, sous l'angle de la non-distorsion de concurrence. Mais il faudrait aussi, en toute rigueur, que soit résolu l'épineux problème des transferts de crédits d'impôts entre pays de la CEE, afin que les non-résidents français — donc non-imposés en France —, mais résidents CEE bénéficient d'un avantage équivalent...

Ce n'est certes pas simple ! Mais on imagine surtout mal quel État-membre accepterait de conserver des aides fiscales à la souscription de valeurs étrangères !

Faut-il donc, afin d'obtenir pour le secteur de l'assurance, la suppression de toute règle de préférence nationale, abolir sans tarder les incitations fiscales à la souscription de contrats d'Assurance-vie ?

Laissons donc, pour quelque temps encore, cette question... « ouverte ».

La place de l'Écu ne peut que croître

En toute logique, le rôle de l'Écu va se trouver renforcé. C'est sur son nom que se focalisent, tout au moins à un terme rapproché — de quelques années — les projets d'avancée vers une monnaie européenne.

Le marché des valeurs libellées en Écu devrait se développer. On observe à cet égard que, non seulement l'Écu privé » connaît une notoriété qui s'est accrue au fil des années²⁸ mais que l' « Écu public » connaît lui aussi une nouvelle promotion avec les récentes émissions des Trésors britanniques et français. Voici pour le côté de l'offre de valeurs, en progrès, même si l'on peut la juger encore timide.

Du côté de la demande de valeurs libellées en Écu et dans le secteur de l'assurance, nous devrions assister à une demande accrue de contrats libellés en Écu pour couvrir de grands risques internationaux, générant une expansion parallèle des actifs libellés dans cette même monnaie. La demande d'actifs libellés en Écu devrait en fait être encore plus rapide compte tenu de la souplesse que procurent ces actifs au regard de la règle de congruence.

Au fond, il n'y a pas de raison de « jeter aux orties » une réglementation qui à l'évidence « colle » au « consensus » de notre marché et dont le bien fondé de son caractère national nous est, en l'absence d'harmonisation européenne, reconnu par la Cour de Justice des Communautés Européennes.

De multiples pistes de réflexion sont ouvertes pour les années à venir. Les évolutions que l'on observera ne seront sans doute pas aussi libérales que pour les OPCVM — ou pas aussi immédiates — en raison de l'existence d'engagements fermes au passif du bilan de l'assureur, envers ses assurés. C'est bien le but de la réglementation que d'en assurer le respect.

Et dans le secteur de l'assurance l'attachement à la sécurité est sans doute plus grand qu'ailleurs.

Il est en revanche certain que l'heure n'est pas à la prolifération de cette réglementation, et l'heure n'est plus à son imbrication avec les souhaits pouvant émaner d'autres secteurs de l'Économie désireux d'orienter vers eux des financements privilégiés²⁹ pour soutenir leur activité. Au moment où s'intensifie la concurrence européenne, les transferts entre secteurs entiers de l'économie,

27 — Le dossier des aides à Renault n'en est qu'un des aspects.

28 — Plusieurs entreprises multinationales d'origine communautaire, l'utilisent maintenant comme unité de compte au niveau de leur groupe pour comptabiliser les flux financiers entre filiales.

29 — Tel le logement, avec le livret A.

L'ACTIVITÉ FINANCIÈRE

pénalisant l'un pour avantager l'autre — et faussant la rentabilité des deux — ne sont plus vraiment de mise.

Plus précisément, comme nous venons de le voir, la réglementation des placements a eu le souci d'évoluer là où la prise d'un retard aurait été contraignante pour les entreprises d'assurance.

Après s'être une nouvelle fois murmuré à l'esprit que, dans le pays de Montesquieu « le droit suit les faits », on ne saurait quitter le thème de la réglementation des placements sans avoir trouvé réponse au corollaire inhérent à la question posée. Après l'examen approfondi auquel nous venons de nous livrer, nous pouvons maintenant sans risquer d'impertinence, libeller ainsi, dans sa formulation la plus directe, ce corollaire : *et si la réglementation n'est pas contraignante, sert-elle au fond à quelque chose ?*

Le lecteur pourra répondre de lui-même, après avoir vu que tout n'est pas admis par la réglementation... ni sans conditions. Mais surtout, ce qui est intéressant à l'horizon européen, il le fera de manière très différente selon qu'il est français, allemand, ou... britannique ! Point n'est besoin d'insister sur le contenu des consensus de marché et sur l'attachement de certaines places à la coutume tandis que d'autres, latines ou germaniques, préfèrent les règles écrites...

Mais le lecteur français peut aussi se référer à une réglementation dont l'esprit était à l'opposé de la philosophie qui inspire la réglementation des placements : tel que l'encadrement du crédit aujourd'hui disparu. Son efficacité était, au moment de ses « beaux jours », jugée à l'acuité de la « morsure » qu'il infligeait à son objet !

Tout au contraire se veut la réglementation des placements : placer des « gardes-fous » plutôt que de se substituer à la politique d'investissement de l'entreprise sous sa tutelle.

Étant donné le consensus de place qui les entoure, le franchissement de ces règles par une entreprise constituerait un signal profondément alarmant pour ses dirigeants comme pour les autorités de tutelle.

Et nous voici venu au point d'orgue de notre réflexion. Un haut responsable de la Banque de France déclarait à la presse financière au milieu de l'été 1989 que *l'Europe bancaire manquait encore de certaines règles prudentielles*. Et l'on sait que cette Europe bancaire devrait fonctionner sous le régime de l'agrément unique. Ce haut responsable visait moins dans son propos le défaut de règles que la nécessité d'organiser sans tarder un contrôle coordonné au niveau européen. Dans le secteur de l'assurance aussi, cette question va venir *mutatis mutandis* se poser.

Aussi, la réglementation des placements qui se veut non pas dirigiste mais prudentielle, serait particulièrement inopérante sans instances de contrôle appropriés connaissant bien la spécificité d'un marché, et d'une place donnés.

Est-ce à dire qu'un transfert vers le niveau européen — même partiel — de cette compétence réglementaire n'est pas à envisager ?

La réponse n'est certes pas à trouver *in abstracto* mais dans la durée. □

achevé de rédiger en novembre 1989