

LES MUTUELLES D'ASSURANCE : INVESTISSEURS PRIVILÉGIÉS DU LONG TERME

PAUL ESMEIN*

Les spécificités du modèle des mutuelles d'assurance les conduisent à mener une politique d'investissement structurellement tournée vers le long terme, contribuant ainsi significativement au financement des entreprises et de l'économie. Pourtant, la réglementation actuelle encourage peu cette approche. La révision générale de la directive Solvabilité II en 2020 doit être l'opportunité de corriger cette situation.

61

*LA GOUVERNANCE DES MUTUELLES D'ASSURANCE
LEUR PERMET D'ÊTRE SOUVENT MIEUX CAPITALISÉES,
DAVANTAGE ORIENTÉES VERS LE LONG TERME
ET PLUS RÉSILIENTES FACE AUX CRISES FINANCIÈRES*

Les mutuelles d'assurance ne sont pas des investisseurs comme les autres. Leur politique financière de gestion d'actifs est intrinsèquement liée à leur principale spécificité : les mutuelles d'assurance n'ont, par définition, pas d'actionnaires.

En découlent, en effet, deux conséquences majeures : d'une part, ces assureurs n'ont pas à verser de dividendes réguliers ; d'autre part, n'ayant pas à se préoccuper des fluctuations de court terme d'un cours de bourse, ils sont moins soumis à des impératifs de communication financière, susceptibles d'orienter certains choix stratégiques.

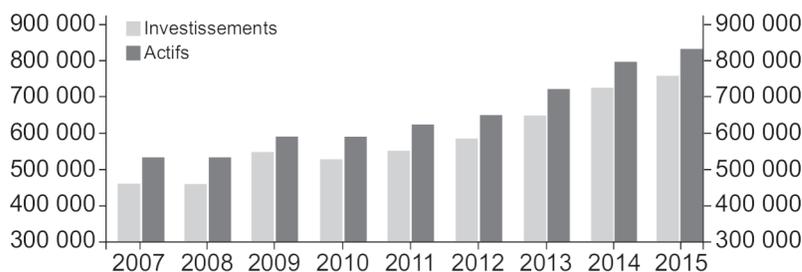
* Directeur général, Offre et service client, Covéa. Contact : stephane.cosse@covea.fr.

Sans pression de court terme, les mutuelles d'assurance sont souvent comparativement mieux capitalisées que le marché. Ce surcroît de fonds propres est nécessaire, compte tenu de leur moindre capacité à faire appel aux marchés financiers. Mais il leur assure parallèlement une sécurité supplémentaire dans les environnements financiers instables, ainsi qu'une grande agilité. Les mutuelles sont, en effet, moins susceptibles d'être contraintes de céder leurs investissements en cas de marché dégradé ; elles peuvent à l'inverse capter des primes d'illiquidité et autres primes de risque et extraire une performance longue à travers les cycles.

Les mutuelles d'assurance sont ainsi d'autant plus en capacité de construire une politique d'investissement orientée vers des engagements sur le long terme.

Ce modèle de gestion des placements a notamment permis d'absorber les conséquences financières de la crise de 2008 dans les bilans des mutuelles d'assurance, comme en témoigne le graphique 1.

Graphique 1
Total des actifs et des actifs de placement du secteur
de l'assurance mutualiste coopérative
(en M€)



Source : AMICE, *Facts and figures*, vol. 2.

Les niveaux de solvabilité des mutuelles d'assurance d'avant-crise ont permis de faire face à l'effondrement des marchés financiers en évitant des ventes massives d'actifs dépréciés.

*CETTE DÉMARCHE DE LONG TERME EST RENFORCÉE
PAR LA PART DOMINANTE DE L'ASSURANCE NON VIE
DANS LES GROUPES D'ASSURANCE MUTUALISTES,
QUI GÈRENT DES PASSIFS LONGS ET STABLES*

Les mutuelles d'assurance en France sont largement positionnées sur le segment de l'assurance dommages. À titre comparatif, elles représentaient 50,7 % de ce marché en 2017, contre 13 % de celui de l'assurance vie¹. Cette distinction est importante.

Les assureurs se caractérisent certes tous par un cycle inversé de production. La prime (les recettes) est collectée avant la survenance du sinistre (les coûts). Cette activité nécessite donc prévisibilité et sécurité, afin de réaliser l'objectif d'équilibre, conditionné par une mutualisation des risques.

Mais on peut noter que l'assurance-vie autorise les rachats, et elle peut aussi faire face à une volatilité de la collecte nette. Le modèle français de l'assurance vie conduit à une grande stabilité des encours, et à un risque de liquidité qui apparaît très réduit. Néanmoins la faculté de rachat dont disposent les assurés à tout instant influe nécessairement sur les politiques d'investissement, et notamment sur les allocations entre les différentes classes d'actifs.

À ces caractéristiques s'ajoute un ratio de fonds propres que l'on observe généralement moins élevé en assurance vie. Cela résulte de deux facteurs. D'une part, dans le cas de l'assurance vie, une partie ou l'ensemble du risque est assumé par l'assuré en tant qu'épargnant à travers la participation aux bénéfices modulable (fonds euros) ou la variation des valeurs liquidatives (supports en unités de compte). D'autre part, il y a eu une accumulation historique moins forte, car les entités vie sont plus récentes que les entités non vie, et cette accumulation a pu être récemment moindre dans un contexte de taux décroissants. Toutes choses égales par ailleurs, cela peut donner aux assureurs non vie un élément de robustesse supplémentaire face aux variations de liquidité.

L'assurance non vie se compose, quant à elle, de deux grandes activités : l'assurance de biens et de responsabilité, dont l'assurance automobile et multirisque habitation font notamment partie, et l'assurance complémentaire santé et prévoyance.

Les assureurs non vie disposent de ressources très stables, persistantes dans le temps car les contrats sont en grande majorité renouvelés à l'échéance annuelle. Si des évolutions législatives au cours des dernières années ont rendu les modalités de résiliation plus faciles, les impacts sur les variations de chiffre d'affaires des assureurs, d'une année sur l'autre, restent contenus. En outre, les assureurs non-vie sont amenés à gérer des provisions longues (responsabilité civile, assurance construction, etc.), ce qui contribue à allonger les durations de leurs passifs. Enfin, comme évoqué ci-dessus, les fonds propres des assureurs non-vie représentent une part significative des passifs de leur bilan, donc des actifs, et constituent la quintessence des ressources stables. Ainsi, « les fonds propres de la plus haute qualité (Niveau 1 dans Solvabilité II) contribuent à potentiellement étendre indéfiniment la durée de l'horizon du passif en particulier chez les assureurs mutualistes dont les fonds propres ne peuvent sortir du bilan que pour cause de perte » (Aubry, 2017).

*GRÂCE À CES PASSIFS LONGS ET STABLES,
LES MUTUELLES D'ASSURANCE SONT À MÊME D'AVOIR
UNE EXPOSITION PLUS ORIENTÉE VERS LES ACTIONS*

En matière d'investissement à long terme, les actions sont justement l'instrument financier par excellence puisqu'elles permettent d'atteindre de meilleures performances. Au vu des facteurs qui viennent d'être décrits, les mutuelles d'assurance sont à même de conduire une politique d'investissement dans laquelle une part significative de leur portefeuille d'actifs est investie en actions. À ce titre, elles portent une contribution essentielle au financement de l'économie réelle, qui est comparativement de moins en moins accessible aux autres investisseurs institutionnels. Outre les différences exposées ci-dessus, cette divergence de politique d'investissement a en effet été renforcée par les normes comptables IFRS (*International Financial Reporting Standards*), auxquelles les mutuelles d'assurance ne sont que rarement soumises.

La prise de risque qui est associée à la détention d'actions est en outre minimisée grâce à une diversification du portefeuille.

64

Les sociétés d'assurance mutuelles s'appuient sur un bilan qui maximise les effets de diversification (entre catégories d'actifs, entre catégories de passifs, et entre actifs et passifs). En pratique, cela permet de maximiser la performance à long terme, en optimisant les effets de diversification entre les catégories d'actifs et dans le temps.

Selon Aubry (2018), « les assureurs non vie ont historiquement des allocations actions deux fois plus importantes que les assureurs vie en proportion du total de leurs placements ». À titre d'exemple, les allocations actions représentaient 5 % en moyenne parmi les principaux assureurs européens en 2014 (hors unités de compte) (Mazars, 2015), contre 11,5 % dans la 1^{re} mutuelle d'assurance en France (Groupe Covéa)².

Ainsi peut se créer un cercle vertueux : l'exposition plus élevée en actions est susceptible de générer des rendements supérieurs qui viennent eux-mêmes consolider les fonds propres des groupes mutualistes, une approche d'ailleurs largement partagée par des travaux scientifiques.

Les actions s'avèrent peu risquées sur un horizon d'investissement long terme : on observe sur le long terme un effet de retour à la moyenne du rendement des actions et une réduction de la volatilité.

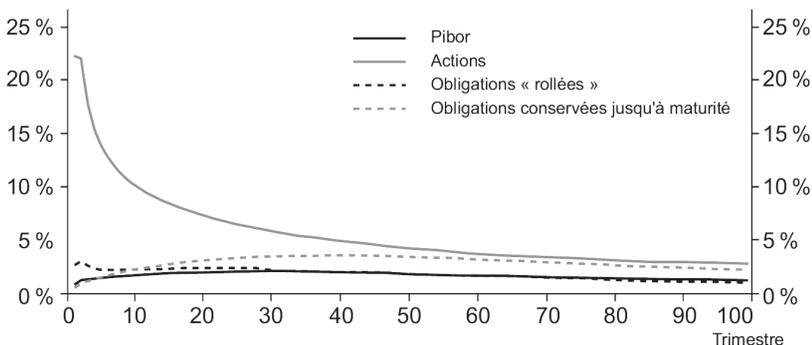
Les études sont claires : les actions constituent une classe d'actifs à la rentabilité comparativement la plus élevée et la moins risquée sur

le long terme. Cette rentabilité est à la fois un *input* et un *output* de la croissance (Aubry, 2019). Plusieurs études scientifiques (Campbell et Viceira (2002) ; Dimson *et al.* (2002) ; Asher (2006) ; Bec et Gollier (2008) ; Bernay (2008)) menées par des équipes de chercheurs indépendants ont permis de démontrer empiriquement et en exploitant des données différentes l'effet de retour à la moyenne du rendement des actions sur un horizon d'investissement long terme. D'où une « volatilité du rendement des actions diminuant lorsque la durée de détention augmente », correspondant à une diminution de la volatilité annualisée des rendements financiers au cours du temps.

La littérature académique a en effet démontré que le risque action ou « volatilité » n'est pas le même pour les investisseurs à court terme et les investisseurs à long terme, et se réduit avec le temps. Campbell et Viceira (2002) ont ainsi démontré que le retour à la moyenne des actions du marché américain se caractérisait par une volatilité annuelle de 14 % évaluée sur un horizon de vingt-cinq ans, contre 18 % évaluée sur un horizon d'un an. Bec et Gollier (2008), puis Bernay (2008) ont appliqué une méthodologie similaire aux données du marché français entre 1970 et 2006 et ont pu constater un retour à la moyenne des actions encore plus marqué, avec une baisse de 22 % à 4 % de la volatilité annualisée des actions en augmentant l'horizon de un an à vingt-cinq ans.

Cet effet de retour à la moyenne constitue une spécificité de la classe d'actifs « actions », comme l'illustre le graphique 2, issu de l'article de Bec et Gollier (2008).

Graphique 2
Pour les investisseurs à long terme, les actions apparaissent
comme beaucoup moins risquées



Source : Bec et Gollier (2008).

*MALGRÉ CES CONSTATS DÉMONTRANT LA PERTINENCE
DES INVESTISSEMENTS EN ACTIONS,
LA RÉGLEMENTATION PRUDENTIELLE NE PERMET PAS
DE FAVORISER CE TYPE D'INVESTISSEMENTS
DE LONG TERME*

Ainsi, le cadre temporel imposé par Solvabilité II surpondère le coût en capital lié à la détention d'actions en considérant implicitement un horizon de détention d'un an, ce qui se trouve être le plus défavorable en termes de volatilité des rendements. Selon Bernay (2008), « l'horizon court terme induit par le fait de prendre en compte une *value-at-risk* (VaR) à 1 an comme mesure de risque, biaise l'allocation d'actifs des assureurs en faveur d'actifs peu risqués car le capital requis pour les actifs plus risqués ne prend pas en compte l'horizon de détention des actifs constitutifs du portefeuille de placements des assureurs ».

Cette caractéristique a sous-tendu le calibrage actions de l'Avis final de l'Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles (AEAPP, ex-CEIOPS) en 2009.

Les dividendes ne sont, de la même manière, pas comptabilisés par la directive Solvabilité II car ils possèdent un impact limité sur un horizon d'un an. Cependant, ils contribuent à modifier le profil de risque en fournissant un rendement relativement stable, en réduisant la volatilité du portefeuille et en réduisant le risque de trop payer les titres (Conover *et al.*, 2016). Sur une longue période, l'inclusion des dividendes, la tendance à la hausse des indices et la perspective d'un retour à la moyenne des rendements réduisent considérablement la volatilité.

À la suite de la crise financière de 2008, l'Union européenne a renforcé le cadre réglementaire des activités bancaires et assurantielles afin de se prémunir contre les potentiels futurs aléas et de renforcer la solidité du système financier. Dans la lignée de Bâle II pour le secteur bancaire, la directive Solvabilité II a été mise en place dans le secteur des assurances.

Or la crise de 2008 et les mesures s'efforçant de renforcer la stabilité financière ont eu tendance à créer des confusions au niveau politique entre le rôle économique des banques et celui des assureurs. Il est pourtant important de maintenir la différence fondamentale de modèle économique entre les banques et les organismes d'assurance. L'activité principale des banques consiste à prêter à long terme et ainsi à détenir des actifs illiquides, alors que les dépôts des clients et autres prêts interbancaires constituent des ressources de court terme extrêmement liquides. Comme évoqué ci-dessus, les assureurs ne sont pas soumis à ce même risque de liquidité, leurs actifs étant mieux adossés aux passifs

et de nombreux passifs étant peu liquides, tout particulièrement dans le cas des assureurs non vie. De plus, l'intensité de l'urgence de liquidité est infiniment plus aiguë dans le cas d'une crise bancaire.

Dans ce contexte, la réglementation européenne de l'assurance a été élaborée dans une vision trop binaire : prudence et stabilité financière opposées à la prise de risque. Pour autant, l'allocation d'actifs n'est pas la même si elle s'inscrit dans une vision de long terme, dans sa durée mais aussi et surtout sa gestion.

Le coût prudentiel des dispositions actuelles s'avère largement excessif et annule en grande partie le potentiel d'exposition des assureurs vers le financement de l'économie réelle³. En ce sens, une reconnaissance des stratégies de long terme a été intégrée à la directive Omnibus II pour les investissements obligataires, à travers l'ajustement égalisateur et la correction pour volatilité. Néanmoins les actions ont été exclues de ce « paquet branches longues ».

Les conséquences des limites de ce régime prudentiel dépassent bien entendu le seul secteur de l'assurance et se déclinent sur l'ensemble de l'économie. Elles posent la question de la compatibilité avec les priorités politiques européennes qui sont de créer les conditions durables d'une accélération de la croissance. Dès le 12 mars 2015, dans un discours à Edimbourg, le commissaire européen en charge de la stabilité financière et des marchés de capitaux Jonathan Hill déclarait que « le plus gros risque pour la stabilité financière n'est plus le système financier mais plutôt le manque de croissance et d'emplois. Il y a un besoin de regarder en arrière pour voir si les mesures passées ces dernières années sont bien calibrées et sont cohérentes les unes avec les autres ».

67

*FACE À CE CONSTAT, L'INVESTISSEMENT À LONG TERME
A ÉTÉ RÉCEMMENT REPLACÉ AU CŒUR DES DÉBATS,
AU TRAVERS D'APPELS À UNE RÉVISION
DE LA RÉGLEMENTATION*

Des travaux récents attestent de la nécessité de replacer le modèle actuel du financement de l'économie dans le temps long afin de répondre à l'ensemble des besoins de financement.

Le Rapport de Gérard de La Martinière, issu d'une *task force* « Investissement de long terme »⁴, propose en particulier une définition de l'investissement de long terme comme « la stratégie de placement financier déployée par un opérateur, quel qu'il soit, disposant de ressources stables qui, à la fois, autorisent et nécessitent une allocation d'actifs susceptibles de produire un retour économique dans le temps ». Autrement dit, l'investissement de long terme doit être vu comme une

stratégie d'ensemble générant un rendement à terme et non comme un produit, ou une ligne comptable spécifique.

Selon ce rapport, l'Union européenne connaît une situation paradoxale : plus de dix ans après l'éclatement de la crise financière, la croissance est finalement revenue mais l'investissement, et en particulier l'investissement de long terme, n'a pas retrouvé son niveau d'avant-crise. La *task force* constate également qu'à la suite de la crise, la priorité des réformes a été de renforcer la solidité du système financier. Au niveau européen, la stabilisation financière s'est accompagnée d'une volonté de favoriser le financement par le marché, le financement intermédié étant perçu comme défaillant. En conséquence, les réformes prudentielles adoptées au nom de la stabilité ont eu tendance à pénaliser les investissements longs.

Le rapport propose ainsi de créer un environnement réglementaire favorable en appliquant quelques principes simples, notamment replacer l'investissement de long terme au cœur des politiques publiques, permettre une mesure adéquate des risques et des rendements de long terme, favoriser une gestion actif passif de long terme, favoriser un alignement d'intérêts des différents acteurs sur des objectifs de long terme.

68

Dans la même optique, en 2016, le *think tank* Terra Nova avait publié un rapport intitulé *Le capital patient, un horizon pour la France et pour l'Europe*. Outre de nouveaux outils de financements longs (dette perpétuelle, mécanisme d'association capital public et privé comme l'augure le plan Juncker en Europe, émissions obligataires souveraines carbone et/ou vertes, etc.), il est intéressant de noter que le rapport se penche également sur la gouvernance des entreprises. Il propose, par exemple, à destination des investisseurs institutionnels et individuels privés l'extension du mécanisme des droits de vote double dès leur entrée au capital si elle permet de consolider l'actionnariat stable par rapport aux investisseurs de court terme⁵.

DANS CE CONTEXTE, LA POURSUITE DE LA RÉVISION DE LA DIRECTIVE SOLVABILITÉ II S'AVÈRE INDISPENSABLE

Des aménagements ont été apportés au cours des deux dernières années, aussi bien en France (création de véhicules dédiés à l'assurance retraite) qu'au niveau européen (« recalibrage » des investissements dans les infrastructures, par exemple)⁶.

Ces évolutions méritent d'être saluées. Néanmoins leurs effets restent des plus modérés car elles portent sur une partie très restreinte des actifs des assureurs. Par ailleurs, la multiplicité de ces règles particulières ou dérogatoires, parfois complexes à mettre en œuvre, crée des

problèmes de lisibilité et donc de comparabilité entre les acteurs. Cela engendre surtout des biais dans les incitations d'investissement et *in fine* des distorsions, qui peuvent s'avérer à terme dommageables pour le financement de l'économie. Cette tendance des réformes perd de vue les interconnexions à l'œuvre entre les différentes sources de production et de croissance où la disponibilité du capital est un élément central de la croissance endogène, créant des externalités positives d'innovation et de progrès (Aubry, 2019).

Il faut aussi se féliciter de la mobilisation récente des pouvoirs publics, notamment français, dans le cadre de la révision de l'Acte délégué de Solvabilité II. Un premier pas a été franchi⁷. Gageons qu'il augure de mesures plus ambitieuses.

La directive Solvabilité II devrait être révisée à la fin de 2020, soit cinq ans après le début de sa mise en œuvre. L'objectif de cette révision est de corriger les défauts inhérents à sa mise en place.

Sur le fondement des travaux déjà conduits et des consultations qui vont être menées, il s'avère essentiel de mettre en place un choc réduit pour les actions gérées avec un horizon et une stratégie de long terme. Il serait légitime et cohérent, d'un point de vue économique, que l'ensemble des titres répondant à ces critères soient pris en compte. Cela devrait en premier lieu inclure les actions venant en représentation de l'excédent de fonds propres, dont la durée naturelle est extrêmement longue et contribue à consolider fortement l'horizon de long terme des placements.

Cela correspondrait, de fait, à la réalité des choix d'investissement. Dans l'élaboration de sa politique de gestion actif passif, une compagnie d'assurance prend en compte ses fonds propres : leur montant participe au niveau de risque que l'entreprise d'assurance est prête à affronter, compte tenu de son appétit au risque.

Un tel encouragement à l'investissement de long terme n'aurait que des effets vertueux. Il contribuerait à un meilleur financement de l'économie. Et il serait également bénéfique pour la communauté des assurés, que ce soit en assurance vie – du fait du mécanisme de participation aux bénéfices – ou en assurance non vie – les rendements financiers perçus par les assureurs permettant d'offrir des tarifs plus compétitifs.

NOTES

1. Rapport d'activité de l'Association des assureurs mutualiste (AAM, juin 2018).
2. Respectivement 14,5 %, 17,1 % et 12,4 % en 2015, 2016 et 2017 (Rapports financiers annuels). Covéa regroupe notamment les marques MMA, MAAF et GMF. Ces actions sont investies essentiellement dans la zone euro, et plus particulièrement en France.
3. La réglementation actuelle prévoit un choc action de 39 % pour les actions cotées sur des marchés réglementés dans des pays membres de l'Espace économique européen (EEE) ou de l'OCDE et 49 % pour les actions cotées en bourse dans des pays qui ne sont pas membres de l'EEE ou de l'OCDE, actions non cotées, etc. La charge réelle en capital est certes moindre, du fait notamment des effets de diversification avec les autres risques, mais reste néanmoins très élevée, comparativement aux autres placements.
4. Cette *task force* est une instance informelle de réflexion et d'échanges qui regroupe notamment l'AF2i, l'AFEP, l'AFG, Bpifrance, le Centre des professions financières (CPF), la CNP, Confrontations Europe, la CDC, Eurofi, la FBF, la FFA, la Fédération nationale des travaux publics (FNTP), le Forum de l'investissement responsable (FIR), le Medef, Paris Europlace et Covéa.
5. La condition pourrait être un engagement, *ex ante*, de garder les actions pendant une durée déterminée, à travers la signature d'un pacte d'actionnaires. Cela enverrait ainsi un signal clair aux dirigeants de l'entreprise, quant à la stabilité de leur structure actionnariale.
6. La Commission a publié le 30 septembre 2015 un amendement relatif à un assouplissement de l'exigence de SCR de plusieurs catégories d'actifs risqués et peu liquides, s'agissant notamment :
 - des sous-jacents actions et des crédits de type infrastructure ;
 - des nouveaux véhicules d'investissement de type ELTIF (*European Long Term Investment Funds*) supplantant les fonds de *private equity*.
7. Les obligations et prêts sécurisés font aussi l'objet d'un traitement spécifique plus favorable.
7. L'Acte Délégué de la directive a été révisé avec l'idée d'introduire une classe d'actions à long terme pour laquelle les exigences prudentielles seraient revues à la baisse. Après des allers retours sur les critères d'éligibilité initialement fixés à une détention minimale de douze ans, une disposition jugée trop restrictive, la version finale s'est arrêté sur une détention minimale de cinq ans.

70

BIBLIOGRAPHIE

- AAM (Association des assureurs mutualistes) (2018), *Rapport d'activité*.
- ABADIE A. (2019), *Solvabilité II : la révision 2018 enfin adoptée !*, Argusdelassurance.com.
- ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) (2018), *La situation des assureurs soumis à Solvabilité II en France au premier semestre 2018*.
- ALLAIRE G. (2017), *Les comportements d'investissement des assureurs en Europe – CSCA*, CSCA.
- AMICE et ICMI (2018), *Facts and Figures: Mutual and Cooperative Insurance in Europe*, vol. 2.
- ASHER A. (2006), « Mean Reversion in Investment Markets: a Survey », Institute of Actuaries of Australia, Financial Services Forum.
- AUBRY M. (2017), « Une exigence en capital adaptée pour les assureurs investissant dans les actions cotées avec des stratégies de long terme », *Les Cahiers du Centre*, n° 35, décembre.
- AUBRY M. (2019), « L'investissement de long terme : *input* et *output* », *Magazine des professions financières et de l'économie*, juin.
- BEC F. et GOLLIER C. (2008), « Asset Returns Volatility and Investment Horizon: the French Case », THEMA, *Working Paper*, n° 2008-10.
- BERNAY A. (2008), « Does Equity Risk Decrease in the Long Run? Some Evidence from French Secular Data », Département études et surveillance du marché.
- CAMPBELL J. et VICEIRA L. M. (2002), « Strategic Asset Allocation », Clarendon Lectures in Economics, Oxford University Press.

CONOVER C. *et al.* (2016), « What Difference Do Dividends Make? », *Financial Analysts Journal*, vol. 72, n° 6, pp. 28-40, DOI : 10.2469/faj.v72.n6.1.

COVÉA (2015), *Rapport financier*.

COVÉA (2016), *Rapport financier*.

COVÉA (2017), *Rapport financier*.

COVÉA (2018), *Rapport financier*.

DE LA MARTINIÈRE G. (2018), « Oser le long terme : refonder l'investissement pour l'Europe de demain », *Revue d'économie financière*, vol. 132, n° 4, pp. 303-316, doi :10.3917/ecofi.132.0303.

DIMSON E., MARSH P. et STAUNTON M. (2002), *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns*, Princeton University Press.

MAZARS (2015), *Communication financière des groupes d'assurance au 31 décembre 2014*.

TERRA NOVA (2016), *Le capital patient. Un horizon pour la France et pour l'Europe*.

