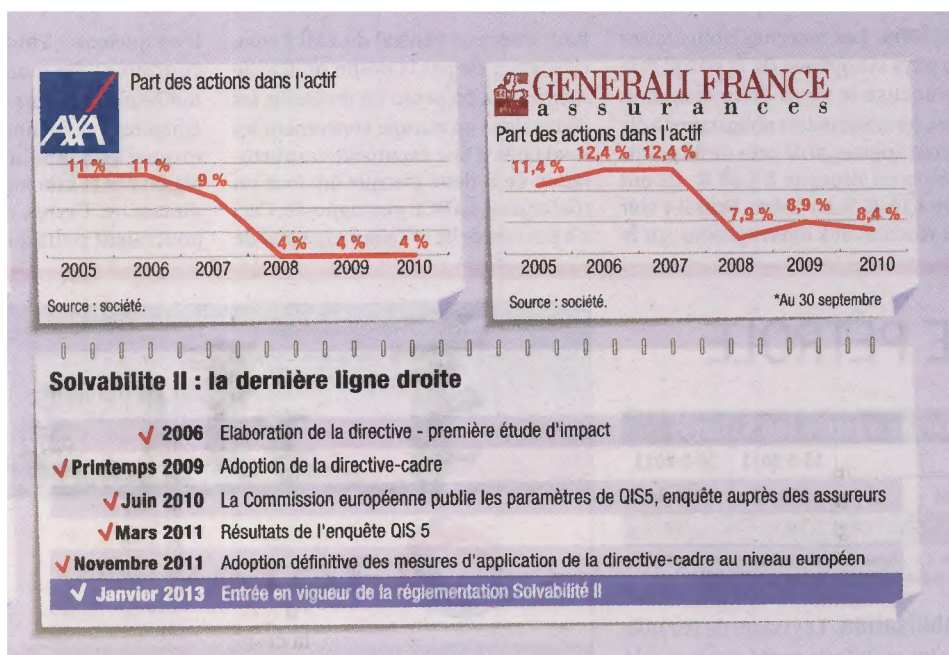
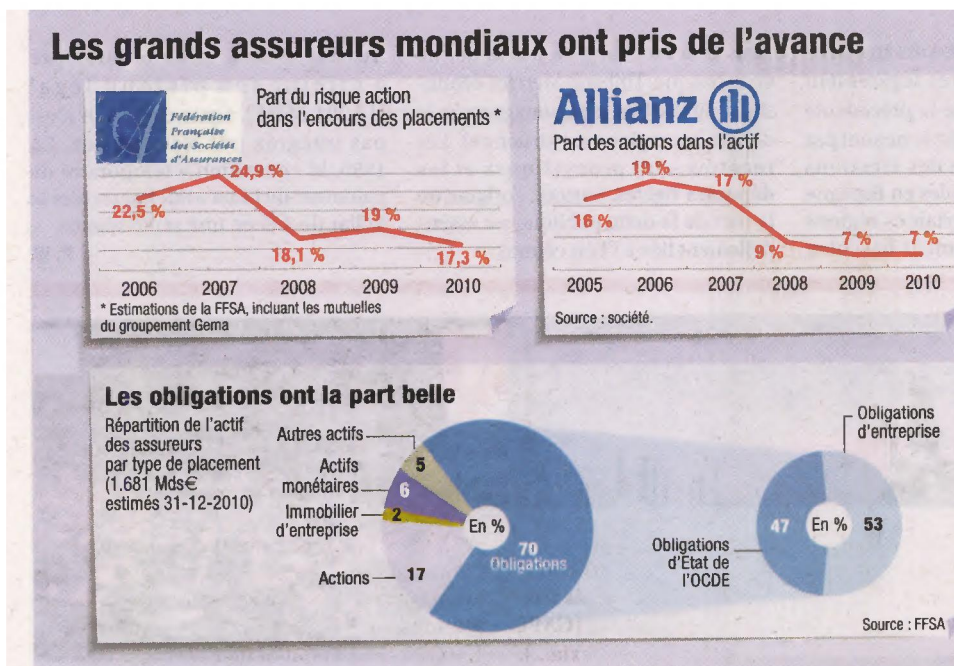




RÉGULATION. Echaudés par une décennie calamiteuse sur les marchés d'actions, les assureurs ont réduit leur exposition à cette classe d'actifs. La réglementation qui s'annonce ne les encourage pas à inverser cette tendance, bien au contraire.

LES ASSUREURS FORCÉS DE CÉDER DES PARTICIPATIONS COTÉES





C'est une tendance de fond, les assureurs ont nettement réduit leur exposition aux actions au cours de la décennie écoulée. Selon les estimations de la FFSA, le poids du risque action dans l'en-cours des placements des assureurs français a reculé de 5 points entre 2006 et 2010. Un phénomène que Clara Hughes, analyste chez Fitch, explique par leur stratégie de désengagement des actifs risqués, plus consommateurs de fonds propres.

L'obligation (d'Etat ou d'entreprise) reste le placement roi, celui qui génère des revenus réguliers. En 2010, elle concentre les deux tiers des investissements des assureurs français. « Parmi les grands acteurs cotés en Europe, la part des actions oscille en général entre 2 et 6 %, chiffre Nicolas Jacob, analyste chez Oddo Securities. Les plus exposés sont Allianz et CNP Assurances, mais cela ne dépasse pas 10 % de leur actif. »

Rappelons que le Cac 40 culminait autour de 6.800 points en 2000. Onze ans et deux crises plus tard, il peine à se maintenir au-dessus de

4.000 points. De quoi échauder plus d'un actionnaire. « C'est un phénomène de long terme, marqué par des bulles et des reflux violents, souligne Thomas Raquet, analyste chez Exane BNP Paribas. Le marché d'actions est trop volatil pour ces investisseurs institutionnels. Aujourd'hui, les obligations sont chères, la croissance repart, les valorisations boursières sont plutôt faibles... les assureurs sont tentés de réinvestir en actions. Mais Solvabilité II arrive, et les découragement de remonter leur exposition. »

Solvabilité II devrait renforcer une tendance ancienne

Encore en cours d'élaboration, cette nouvelle réglementation, qui vise les sociétés d'assurances, est le fruit d'une directive européenne de 2009. Grande nouveauté par rapport à Solvabilité I (qui date des années 1970) : elle prend en compte le risque

inhérent aux différentes classes d'actifs pour évaluer la solvabilité des compagnies. De façon schématique, pour 100 € investis en actions, l'assureur doit disposer de 39 € de capital, et même de 49 € pour une participation non cotée. Soit beaucoup plus que pour une obligation. Les contours de Solvabilité II (qui entrera en vigueur le 1^{er} janvier 2013) s'affinent au fil des études d'impact (« QIS ») de la Commission européenne.

Les experts n'attendent pas de bouleversement dans l'allocation des placements. « Il sera plus question d'optimisation, estime Gildas Robert, responsable Solvabilité II chez Optimind, société de conseil en actuariat et gestion des risques. La Commission, entité politique, est consciente du fait que l'investissement des assureurs en actions contribue au financement de l'économie. » Les discussions vont donc bon train et des aménagements de calendrier pour la mise en conformité des assureurs pourraient intervenir.

Les régulateurs se montrent par ailleurs soucieux de favoriser la

diversification des risques (métier, types d'actifs, géographie, etc.). La charge en capital sera d'autant plus faible que les placements seront diversifiés.

Certaines foncières pourraient changer d'actionnaire

« Les assureurs ne vont pas supprimer totalement leur exposition aux actions. Ceux qui portent des engagements longs doivent pouvoir se protéger contre un éventuel dérapage inflationniste, risque auquel sont soumises les obligations, observe Bertrand Labilloy, directeur des affaires économiques, financières et internationales de la FFSA. En outre, en matière d'assurance-vie, il faut bien générer du résultat pour les assurés, nous n'avons pas vocation à servir le taux de l'OAT. » La baisse des investissements en actions à cause de Solvabilité II pourrait se traduire par des cessions de participations significatives,

voire majoritaires. Officiellement, les assureurs se défendent d'anticiper cette nouvelle donne. Mais il faut reconnaître que les ventes d'AGF Private Equity par Allianz en 2010 et d'OFI Private Equity par la Macif plus récemment arrangent bien les affaires de ces institutionnels en réduisant leurs besoins en fonds propres.

D'autres opérations similaires pourraient voir le jour. Et les foncières apparaissent en première ligne ; les assureurs en sont des actionnaires traditionnels. Nous en avons sélectionné quatre, que nous présentons ci-dessous. En effet, « on peut s'attendre à des arbitrages : il sera moins coûteux en capital d'investir en immobilier direct, comme le fait déjà Allianz, que de détenir des parts de foncières, assimilées à des actions classiques », note Olivier Wigniolle, président d'Allianz Real Estate France. L'assureur allemand envisage pour sa part d'accroître son exposition à l'immobilier de 4 à 6 % du total de ses actifs.

**Muriel Breiman
et Yann Morell y Alcover**