

■ Asset management

Solvabilité 2

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Les investisseurs soumis à la directive Solvabilité 2 doivent désormais prendre en compte les premières évolutions de cette réglementation. Parmi les sujets liés aux placements, ils vont devoir calculer un nouveau coût en capital réglementaire pour leur poche obligataire.

Des premières révisions très techniques

Les investisseurs institutionnels n'en ont pas fini avec Solvabilité 2 ! Un peu plus de deux ans après l'entrée en vigueur de cette directive élaborant de nouvelles normes prudentielles pour le monde de l'assurance, ils doivent désormais s'atteler au sujet de sa révision. Les premières «clauses de revoyure» ont en effet été publiées par l'Eiopa (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles). «Pas moins de 1 000 pages ont ainsi été remises par le régulateur entre la fin d'année dernière et début 2018 pour revoir les actes délégués afférant à la directive Solvabilité 2, indique Emmanuel Berthelé, directeur R&D au sein d'[Optimind](#). Une documentation conséquente venant s'ajouter à l'ensemble des textes et lignes directrices parues sur cette réglementation ces dernières années et qui va nécessairement entraîner une nouvelle charge de travail.» Outre le volume de la documentation encore à étudier, les assureurs regrettent surtout sa

Pas moins de 1 000 pages ont été remises par le régulateur entre fin 2017 et début 2018 pour revoir Solvabilité 2.

complexité. «Dans son mandat de révision, l'Eiopa avait notamment pour mission de simplifier Solvabilité 2 et de vérifier que les investissements de long terme des assureurs y étaient bien appréhendés, rappelle Marie Grison, directrice des risques de CNP Assurances. Or, ce texte reste aujourd'hui éminemment complexe et les révisions qui sont proposées portent avant tout sur des éléments très techniques.» En outre, si ces dernières sont encore soumises à discussion car les propositions de l'Eiopa doivent désormais être validées par le Parlement européen, les investisseurs n'auront finalement que peu de temps pour les intégrer. «Alors que les actes délégués précisant les premières révisions techniques de Solvabilité 2 pourraient seulement être publiés à la fin de cette année, les nouvelles dispositions au sein du texte vont entrer en vigueur dès janvier 2019», prévient Brice Balagourou, actuaire et animateur du pôle Pilotage et Modélisation Multinormes au sein d'[Optimind](#). Or,

elles sont importantes à prendre en compte car elles portent sur des points clés.

Un nouveau calibrage du risque de taux

Le principal objectif du régulateur consiste à faire évoluer la méthode de calcul du SCR (Solvency Capital Requirement), soit le niveau de capital requis pour affronter un choc de marché. Si cette révision concerne plusieurs pans d'activités des assureurs, elle aura notamment une incidence sur leurs placements, en particulier obligataires. Le régulateur a en effet décidé d'effectuer un nouveau calibrage sur les taux pour mieux refléter le nouvel environnement. «Le nouveau calcul du choc de taux dans le capital réglementaire n'était pas une révision demandée par la Commission européenne, précise Noémie Hadjadj-Gomes, responsable adjointe de la recherche au sein de CPR AM. Mais le risque de taux pesant sur les assureurs est actuellement fortement sous-estimé. Lors de l'élaboration de Solvabilité 2 en 2009, il est vrai que les autorités n'ont pas pris en compte la possibilité de taux très faibles, voire négatifs. Le calibrage qui avait été fait était donc devenu obsolète.» Les investisseurs institutionnels vont donc devoir revoir leur méthodologie en prenant en compte les effets de taux très bas, voire négatifs, et surtout mieux intégrer le risque de remontée dans leur portefeuille. «A l'heure actuelle, plus les taux sont bas, plus les chocs de taux sont limités, ajoute Noémie Hadjadj-Gomes. Dans les propositions de révision du calcul de SCR Taux, ce dernier devra désormais intégrer un choc absolu qui dépendra de la maturité des titres en plus d'un choc relatif lié au niveau des taux d'intérêt. L'impact des modifications proposées est plus important sur la partie courte de la courbe des taux. Concrètement, en prenant l'hypo-

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

«Dans les propositions de révision, le calcul de SCR Taux devra désormais intégrer un choc absolu qui dépendra de la maturité des titres en plus d'un choc relatif lié au niveau des taux d'intérêt.»

Noémie Hadjadj-Gomes, responsable adjointe de la recherche, CPR AM

thèse d'un risque à la baisse des taux, que l'on assimile pour simplifier à une vente d'obligation zéro-coupon 5 ans, le SCR Taux passerait de 0,88 % à 4,31 %, soit un coût en capital cinq fois plus important ! Si le risque est à la hausse des taux, assimilable cette fois à un achat d'obligation zéro-coupon 5 ans, le SCR Taux passerait de 5 % à 8,7 %, soit un coût en capital presque deux fois plus important.» Ce nouveau paramètre va donc augmenter le coût en capital réglementaire des obligations. Cet élément pourrait conduire les assureurs à réaliser des arbitrages dans leurs placements sur cette classe d'actifs, notamment quand ils ne sont pas complètement adossés à leur passif. «Ce nouveau calcul va augmenter le coût d'écart de durée entre l'actif et le passif, en particulier pour les segments de plus courte maturité, précise Noémie Hadjadj-

Des impacts sur les placements difficiles à évaluer

● **Votée en 2009 mais implémentée seulement en 2016, la directive Solvabilité 2 a été au centre de l'attention des assureurs ces dernières années. Ayant anticipé très en amont les contraintes de cette directive, ils ont rapidement réduit leurs placements risqués et a fortiori coûteux en capital réglementaire. «Même si nos décisions d'investissement étaient déjà largement influencées par une réglementation similaire en tant que filiale d'un groupe britannique, nous avons néanmoins effectué quelques ajustements dans notre stratégie, commente Philippe Taffin, directeur des investissements d'Aviva France. Face à la faiblesse des taux, notre objectif a surtout été de lutter contre l'érosion de**

nos rendements obligataires. Pour cela, nous avons diversifié nos investissements sur le crédit (dette émergente, obligations convertibles...) et augmenté le poids de notre portefeuille en immobilier, une classe d'actifs peu pénalisée dans le cadre de Solvabilité 2 mais toujours rémunératrice. En parallèle, nous avons marginalement augmenté le poids de nos investissements en actions, actuellement de 4,5 %, à travers des produits à volatilité contrôlée pour éviter de supporter un coût en capital réglementaire trop important.»

● **L'ensemble des assureurs a continué d'adapter leur portefeuille, mais il est difficile de déterminer si les évolutions dans leurs placements sont strictement liées à**

Solvabilité 2 ou au nouvel environnement de marché. «En revanche, il est certain que le ratio de solvabilité est une mesure

assez volatile en fonction du niveau des marchés financiers, ajoute Marie Grison, directrice des risques de CNP Assurances. D'un trimestre à l'autre, nos résultats affichent en effet une différence en fonction des conditions de marchés. Par exemple, notre ratio de couverture du SCR s'élevait à 183 % en mars 2017 contre 199 % en septembre 2017. Cela nous amène à développer des outils internes complémentaires et plus stables de pilotage des risques.»

Image non disponible.
Restriction de l'éditeur

Gomes. Nos clients risquent donc de revoir la sensibilité de leur portefeuille obligataire pour qu'elle soit plus alignée avec celle de leurs engagements au passif.»

Cette évolution suscite toutefois le débat. En révisant le traitement des obligations dans les portefeuilles des institutionnels, l'Eiopa ne modifie pas en parallèle les corrélations de ce marché avec les autres classes d'actifs. «On ne peut pas réviser un choc de taux sans revoir sa corrélation avec les marchés actions, estime Marie Grison. Dans la directive Solvabilité 2, une hausse des taux n'a aujourd'hui pas de corrélation avec le choc action. Mais une baisse comporte une corrélation de 50 %, ce qui ne nous paraît pas cohérent et n'a pas été revu. Une simplification aurait été de retenir une même corrélation nulle entre les deux facteurs de risque.»

Une révision jugée parcellaire

De nombreux investisseurs institutionnels jugent donc parcellaire cette révision de Solvabilité 2 sur leurs placements, d'autant qu'ils attendent surtout un remaniement du traitement de leur poche actions. A l'heure actuelle, cette classe d'actifs affiche un coût en capital réglementaire de 49 % pour le non-coté et de 39 % pour le coté, soit un niveau considéré comme excessif qui a conduit de nombreux assureurs à réduire leur exposition (voir encadré). «Le choc utilisé sur les actions s'inscrit dans une vision de court terme alors que nos investissements sur cette classe d'actifs s'inscrivent sur plusieurs années, explique Marie Grison. Il y a donc un décalage entre la réalité et les calculs de la directive.» Outre ce principe, les assureurs militent pour retrouver un cadre réglementaire en adéquation avec leur objectif de favoriser les investissements de long terme dans les entreprises, un dessein également poursuivi par le gouvernement qui veut inciter les investisseurs à soutenir le financement de l'économie. Dans ce contexte, les institutionnels estiment nécessaire une révision du coût en capital réglementaire de la poche actions. Parmi les pistes envisagées, ils souhaiteraient un alignement à la baisse du traitement des actions cotées et non cotées. D'autre part, ils voudraient plus largement bénéficier du dispositif sur les actions dites «stratégiques». «Nous souhaiterions une

Exigences en capital adossées aux investissements dans la directive Solvabilité 2



Les institutionnels voudraient plus largement bénéficier du dispositif sur les actions dites «stratégiques».

définition plus simple et appropriée aux réalités de marché de cette catégorie, indique Philippe Taffin, directeur des investissements d'Aviva France. Cette dernière permet de limiter le coût en capital réglementaire à 22 %, contre 39 % pour les actions cotées traditionnelles. Mais il est difficile d'appliquer cette possibilité compte tenu des différents critères à respecter encore trop flous en termes de durée de détention, de volatilité, et de niveau d'influence sur la société elle-même. L'application du caractère stratégique d'une participation est de facto limitée alors même que notre qualité d'investisseur de long terme nous positionne avant tout comme un acteur stratégique de long terme au capital d'une entreprise.» Un point de vue que les institutionnels pourront continuer à défendre dans les prochains mois auprès de l'Eiopa qui a, d'ores et déjà, prévu d'établir de nouvelles règles pour le traitement des actions en 2020. ■

Audrey Spy
@SpyAudrey

Des contraintes assouplies sur les agences de notation

● Parmi les autres mesures proposées par l'Eiopa pour réviser la directive Solvabilité 2, les investisseurs ont salué les évolutions envisagées en ce qui concerne les agences de notation. «Solvabilité 2 impose aux assureurs d'avoir un rating median de leur portefeuille obligataire, ce qui les oblige à faire appel à plusieurs agences de notation, rappelle Noémie

Hadjadj-Gomes, responsable adjointe de la recherche au sein de CPR AM. Cette contrainte pourrait être assouplie en 2019 car ils pourraient sous certaines conditions ne faire appel qu'à une seule agence.»

● Par ailleurs, jusqu'à présent, sans information sur la notation d'un titre, ils doivent aussi appliquer la charge

en capital la plus importante. Or l'Eiopa recommande désormais de ne calculer les exigences en capital que pour les actifs équivalents à une notation BBB. «Cette révision va dans le bon sens car elle permet de mieux qualifier le risque sur les dettes non notées», estime Philippe Taffin, directeur des investissements d'Aviva France.