



asset
management



**LIVRE BLANC
SOLVABILITÉ II**

**ENJEUX ET
PERSPECTIVES**

**INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE**

LIVRE BLANC - SOLVABILITÉ II

ENJEUX ET PERSPECTIVES

SOMMAIRE

01 AVANT-PROPOS & INTRODUCTION

p. 4

Par **Arnaud Faller**,
Directeur général délégué en charge
des investissements CPR AM

et par **Agnès Lossi**, et **Richard Bruyère**
Directeurs associés INDEFI

Par **Agnès Lossi**, et **Richard Bruyère**
Directeurs associés INDEFI

02 LES NOUVELLES FRONTIÈRES DE LA GESTION ASSURANTIELLE

p. 7

03 SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE

p. 37

Par **Agnès Lossi**, et **Richard Bruyère**
Directeurs associés INDEFI

Par **Noémie Hadjadj-Gomes**,
Ingénieure recherche -
responsable des projets
taux et assurance CPR AM

et **Laura Gesret-Jubin**,
Ingénieure recherche CPR AM

04 EXPERTISES & SOLUTIONS POUR RÉPONDRE AUX EXIGENCES DE SOLVABILITÉ II

p. 39

SERVICES :
L'ACCOMPAGNEMENT DANS LE CADRE DE SOLVABILITÉ II

4.1

CONSEIL :
L'ALLOCATION D'ACTIFS SOUS SOLVABILITÉ II

4.2

SOLUTIONS :
LES ACTIONS PROTÉGÉES & LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

4.3



À PROPOS DE CPR ASSET MANAGEMENT

CPR Asset Management est un acteur atypique de la gestion d'actifs combinant le dynamisme d'une structure à taille humaine (plus de 100 collaborateurs) à la puissance d'un grand groupe, Amundi. Le savoir-faire reconnu de CPR AM s'étend sur toutes les classes d'actifs traditionnelles (actions, convertibles, diversifiés, taux et crédit) et s'appuie sur une forte recherche propriétaire.

La société s'attache à fournir à ses clients (institutionnels, entreprises, assurances, banques privées, gérants de fonds et professionnels du patrimoine) des solutions adaptées à l'ensemble de leurs besoins et aux différentes configurations de marché, déclinées sous les différents formats possibles (fonds ouverts et dédiés, mandats) et juridictions (France, Luxembourg).

Toujours à l'écoute de nos clients, nous nous adaptons à leurs spécificités et contraintes évolutives. Nous nous engageons à leur apporter au quotidien un accompagnement complet et transparent, du conseil en amont jusqu'au suivi de leurs investissements.

La recherche est la pierre angulaire de toutes les solutions d'investissement que nous développons. Autour de 8 ingénieurs financiers, le département Recherche accompagne les équipes de gestion dans le développement des processus, outils et solutions d'investissement :

- conception de modèles d'allocation d'actifs (pour la gestion diversifiée et obligataire) ;
- développement de modèles de sélection de valeurs et de détection des facteurs de performances ;
- méthodologies de mesure et de pilotage des risques ;
- recherche de solutions d'investissement innovantes, adaptables et modulaires ;
- veille réglementaire, académique et ISR.

Notre structure à taille humaine et la synergie des compétences de chaque équipe favorisent notre dynamisme et notre agilité, orientés vers un objectif commun : la satisfaction de nos clients.

Cette réactivité se traduit à toutes les étapes de la relation clients et de la vie de nos solutions.



À PROPOS D'INDEFI

INDEFI est une société de conseil en stratégie indépendante créée en 2007 dirigée par ses fondateurs et employant une équipe de 25 consultants.

Nos clients sont des sociétés de gestion généralistes ou spécialistes en private equity, immobilier et infrastructures, ainsi que leurs participations.

La mission d'INDEFI est d'assister les sociétés de gestion pour compte de tiers à analyser leur marché, élaborer leur stratégie de développement en France et à l'international, au travers de missions de conseil spécifiques et d'études de marché à haute valeur ajoutée.

Ces dernières couvrent les principaux segments de marché ciblés par les sociétés de gestion :

- investisseurs institutionnels : compagnies d'assurance, caisses de retraite et fonds de pension, établissements bancaires, grandes entreprises gérant des passifs longs, fondations et associations, etc. ;
- grandes entreprises, pour la gestion de leur trésorerie ainsi que leurs placements à long terme (épargne salariale, retraite, passifs sociaux) ;
- distributeurs externes : multigérants, banques privées, réseaux bancaires et d'assurance, conseillers en gestion de patrimoine indépendants, etc.

Les travaux menés par INDEFI se fondent systématiquement sur ces activités de recherche propriétaire qui couvrent l'ensemble des marchés de la gestion d'Europe continentale.

INTRODUCTION

Solvabilité II, réforme du régime prudentiel européen de l'assurance axée sur la gestion des risques est en vigueur depuis le 1^{er} janvier 2016.

Parce que la gestion institutionnelle est au cœur du métier des sociétés de gestion, concernant près des trois-quarts des encours qui leur sont confiés, elles sont également impactées par Solvabilité II, et ont de ce fait de nouveaux défis à relever...

Tout d'abord, les enjeux sont de taille en matière de systèmes d'informations, afin de satisfaire les exigences de qualité, traçabilité et auditabilité des données utilisées dans la production des inventaires transparisés et enrichis.

Ensuite, le calcul du coût en capital doit être maîtrisé, à des fins de reporting mais également pour que ce nouvel indicateur de risque soit pleinement intégré dans les processus de gestion, en plus des indicateurs de rendement / risque traditionnels, qui restent pour autant prédominants.

Enfin, un des grands axes du pilier 2 de la directive est le principe de la personne prudente, qui encadre les relations avec les sous-traitants et en particulier avec les sociétés de gestion, notamment en ce qui concerne l'appétence au risque et les choix en matière d'allocation d'actifs, dans laquelle elles ont un rôle de conseil important à jouer.

Finalement, Solvabilité II est une opportunité pour les sociétés de gestion d'approfondir leurs relations avec leurs clients assureurs. Elles seront évaluées sur leur capacité à proposer des services et des produits adaptés pour les aider à faire face aux nouvelles contraintes réglementaires, et l'enjeu est plus important encore dans l'environnement de taux actuel.

Dans ce cadre, la forte mobilisation des équipes de CPR AM depuis 2010, et en particulier de notre équipe de Recherche, nous a permis de développer une expertise et une offre complète, qui s'appuie

sur des outils et des savoir-faire propriétaires. En effet, c'est parce que nous avons capitalisé sur nos compétences reconnues, comme la modélisation et le pricing d'instruments financiers, l'allocation d'actifs, ou encore la conception de stratégies quantitatives à base d'options, que nous sommes aujourd'hui en mesure de quantifier précisément le coût en capital de nos portefeuilles, de proposer des allocations d'actifs alliant pertinence financière et compatibilité réglementaire, et des solutions d'investissement sur-mesure permettant de réduire le risque extrême et de *facto* le besoin en capital.

Nous avons souhaité réunir au sein de ce document plusieurs contributions autour du thème de Solvabilité II, avec pour ambition d'apporter des points d'éclairage sur des sujets choisis parmi ceux qui nous semblaient les plus en lien avec les questionnements actuels.

Nous reviendrons dans un premier temps sur les nouveaux enjeux de la gestion assurantielle tels qu'ils sont perçus par les investisseurs institutionnels. C'est l'objet de la présentation par Richard Bruyère et Agnès Lossi, du cabinet INDEFI, des résultats de l'enquête qu'ils viennent de mener auprès d'eux, afin de mieux cerner leurs préoccupations et l'évolution de leurs pratiques avec l'entrée en vigueur de Solvabilité II. Nous remercions les investisseurs qui ont bien voulu consacrer de leur temps aux entretiens sur lesquels cette étude repose.

Vous trouverez ensuite une série d'articles écrits par notre équipe de Recherche, qui donnent un aperçu de nos axes de travail autour de Solvabilité II : de l'adaptation de l'offre de services aux solutions d'investissement, en passant par le conseil en allocation d'actifs. Des sujets stratégiques, et qui méritent une exploration continue, pour être en mesure d'accompagner au mieux nos clients face aux défis de l'environnement financier et réglementaire actuel.



02

LES NOUVELLES FRONTIÈRES DE LA GESTION ASSURANTIELLE PAR INDEFI

Par Agnès Lossi, et Richard Bruyère
Directeurs associés INDEFI

INTRODUCTION

Avec l'entrée en vigueur le 1^{er} janvier dernier de la Directive Solvabilité II, les investisseurs gérant des engagements d'assurance et de prévoyance¹ évoluent désormais dans un nouveau cadre réglementaire. Ce dernier se caractérise notamment par une appréhension économique du bilan des organismes d'assurance et de nouvelles exigences en matière de solvabilité (montant des fonds propres à mobiliser en regard de l'activité et des placements). Cette évolution est majeure à l'échelle du marché de la gestion d'actifs institutionnels en France dans la mesure où plus de 80% des placements relevant de cette sphère tombent sous le coup de la nouvelle réglementation à fin 2015.

Au cours du deuxième trimestre 2016, INDEFI a conduit, à la demande de CPR Asset Management, une étude sur les évolutions en matière de gestion des placements d'assurance en France à l'aune des évolutions introduites par l'application de la Directive Solvabilité II.

L'objet de ce rapport d'étude est ainsi de mieux caractériser l'environnement réglementaire au sein duquel évoluent désormais les institutions et de mettre en lumière les implications de ce bouleversement sur les modalités de gestion de portefeuille.

Les analyses présentées ci-après ne peuvent réellement s'abstraire du contexte économique et financier actuel (taux d'intérêt nuls ou négatifs, volatilité des marchés d'actions). A ce titre, les évolutions constatées au travers de ce rapport relèvent également de déterminants de marché et ne sont pas systématiquement imputables aux changements réglementaires.

Le présent rapport s'articule en trois temps :

- la première partie propose un état des lieux de la gestion assurantielle en France et la description du panel de référence de l'étude ;
- dans un deuxième temps, sont analysées les évolutions des modalités de gestion du cœur de portefeuille ;
- enfin, la troisième partie évoque la recherche de performance à l'heure des « solutions d'investissement. »

REMERCIEMENTS

CPR Asset Management et INDEFI remercient l'ensemble des contributeurs du panel pour avoir participé à ces travaux et partagé leur expérience en matière de gestion dans le nouveau cadre réglementaire Solvabilité II.

1- Sociétés d'assurance, sociétés d'assurance mutuelle, mutuelles du livre II et institutions de prévoyance.

I. LA GESTION ASSURANTIELLE EN FRANCE : ÉTAT DES LIEUX

La « gestion assurantielle » peut se définir comme l'activité de placement des actifs gérés en représentation des engagements d'assurance et de prévoyance. A fin 2015, les encours relevant de cette dernière s'élevaient à plus de 1 900 Md€, soit plus de 80% des placements pour compte propre gérés par les investisseurs institutionnels en France.

Depuis le 1^{er} janvier 2016, les activités de gestion assurantielle tombent sous le coup d'une nouvelle réglementation, issue de la Directive Solvabilité II. Quatre segments d'institutions y sont soumis :

- les assureurs (sociétés commerciales d'assurance et de réassurance) ;
- les sociétés d'assurance mutuelle ;
- les mutuelles du Livre II ;
- les institutions de prévoyance.

Par souci de simplicité sémantique, l'ensemble de ces organismes sont dénommés « assureurs » dans la suite de ce rapport.

A. RAPPEL DES PRINCIPES DE LA GESTION ASSURANTIELLE

Des portefeuilles déterminés par les engagements

La gestion assurantielle relève d'une logique d'adéquation entre l'actif et le passif du bilan. Ainsi, la gestion de l'actif (les primes collectées) est contrainte par le passif (les risques assurés).

Le pilotage du bilan d'une société d'assurance est étroitement lié à la nature des engagements que l'assureur porte pour le compte de ses assurés.

Les interactions entre actif et passif seront plus ou moins fortes en fonction de deux paramètres principaux :

- le type de risques (santé, prévoyance ou encore vie avec un taux minimum de revalorisation garanti et des règles de participations aux bénéfices) ;
- la proportion des réserves libres par rapport aux actifs en représentation des engagements.

Il en résulte une latitude de gestion des placements à l'actif du bilan qui sera plus ou moins grande.

Des placements financiers soumis à un pilotage comptable

Le pilotage actif-passif est également affecté par le cadre comptable et fiscal des institutions. En normes françaises, les investisseurs ont pu profiter d'un dispositif de valorisation des actifs à leur valeur d'achat, permettant de réduire la volatilité des résultats financiers.

La gestion des placements d'assurance s'est ainsi organisée autour d'une logique d'adossement entre actif et passif (notamment pour le risque de taux), complétée par une recherche de performance de long terme.

ENCART

Le cadre IFRS rajoute pour les assureurs cotés une complexité supplémentaire.

En parallèle aux règles comptables françaises, les assureurs cotés doivent tenir compte du référentiel IFRS et plus particulièrement des normes IFRS 4 phase 1 pour l'évaluation des passifs et IAS 39 (*International Accounting Standard*) pour celle des actifs financiers. Dans ce cadre, ces derniers sont évalués en valeur de marché alors que les passifs liés aux contrats d'assurance le sont à leur valeur historique.

Ce décalage devrait disparaître en 2021, rapprochant les IFRS de Solvabilité II qui évalue actif et passif en valeur de marché. A l'actif, les normes IFRS 9 se substitueront à l'IAS 39 dès 2018. L'évaluation de l'actif sous IFRS 9, initialement prévue pour 2018, a été repoussée en 2021 pour les groupes assureurs afin de rationaliser la communication financière.

Dans ce cadre, les placements des assureurs peuvent être, schématiquement, décomposés en deux portefeuilles distincts, se caractérisant par des modalités de gestion spécifiques :

- un « cœur de portefeuille » obligataire géré en lignes directes dans une logique de portage (gestion dite « *buy and hold* ») mis en œuvre directement par l'institution ou déléguée sous la forme de mandat assurantiel, et dont l'objectif est avant tout la génération d'un rendement comptable ;
- des actifs de diversification, souscrits le plus souvent *via* des OPC (ouverts ou dédiés), offrant une mobilité de gestion plus élevée et dont l'objectif est la génération de performance. On retrouve dans cette catégorie les actions, les actifs de diversification obligataire, les placements non cotés, etc.

Une activité de gestion fortement influencée par le nouveau cadre réglementaire

Solvabilité II³ est entrée en vigueur le 1^{er} janvier 2016. Ce nouveau régime implique une évaluation économique du bilan de l'assureur, ce qui représente une rupture majeure avec l'environnement Solvabilité I.

Il introduit une contrainte supplémentaire. L'assureur doit piloter ses investissements et ses engagements de manière à être en mesure de couvrir en fonds propres admissibles la structure de capital réglementaire requis⁴. Sous Solvabilité II, la gestion assurantienne, qui reposait précédemment sur le diptyque performance-risque, intègre désormais un troisième volet : la consommation de fonds propres.

On se référera dans la suite du document au ratio de Solvabilité II comme le taux de couverture du SCR.

De ce fait, la migration réglementaire de Solvabilité I vers Solvabilité II a entraîné des

modifications d'allocation d'actifs dans les portefeuilles des assureurs de manière à optimiser les déviations de l'actif adossé au passif et leur impact en fonds propres.

B. LE PANEL DE L'ÉTUDE

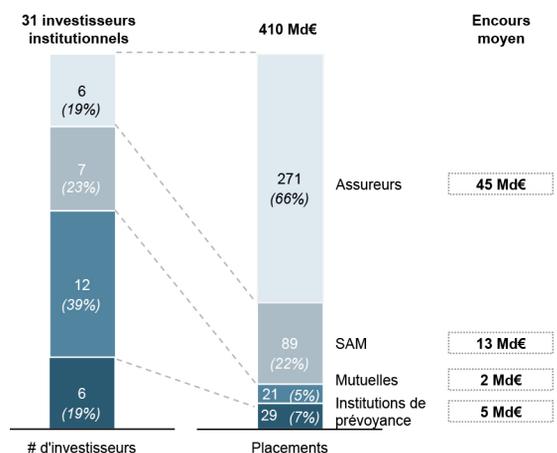
Composition du panel

Le panel de l'étude comprend 31 institutionnels soumis à la Directive Solvabilité II et répartis de la manière suivante :

- six assureurs ;
- sept sociétés d'assurance mutuelles (SAM) ;
- douze mutuelles du livre II ;
- six institutions de prévoyance⁵.

Ces institutionnels gèrent plus de 400 Md€ pour compte propre à la mi-2016. Pour les besoins de cette étude, les données quantitatives recueillies auprès des participants ont été systématiquement agrégées.

Figure 1 - Composition du panel en nombre d'investisseurs et en montant d'actifs gérés à fin juin 2016



Sources : entretiens INDEFI, *Baromètre Institutionnels 2016*.

3- Directive européenne transposée en droit français 2014/51/UE du Parlement Européen et du Conseil du 16 avril 2014 (complétant les directives 2003/71/CE et 2009/138/CE).

4- Le montant de capital requis est défini par le SCR (*Solvency Capital Requirement*) dans le cadre du pilier 1 de la Directive.

5- Lorsque les institutions de prévoyance sont affiliées à des groupes de protection sociale, seules les activités de prévoyance ont été analysées et agrégées aux chiffres présentés dans la suite de ce rapport.

Qualification du panel

Le panel peut être segmenté selon trois dimensions :

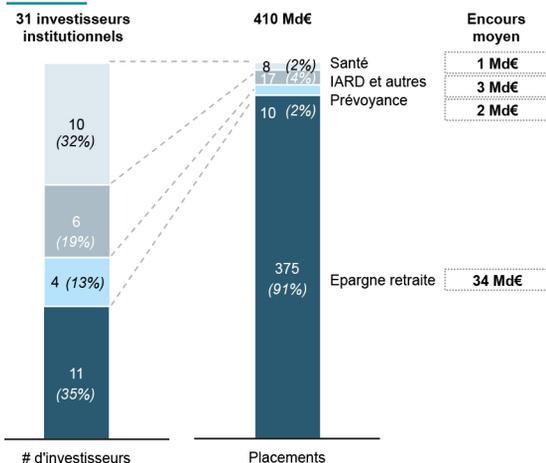
- par type d'activité (pour les assureurs multi-lignes, cette dernière est définie eu égard à la contribution relative des différentes activités au montant des actifs gérés) ;
- par niveau de couverture de la marge de Solvabilité II ;
- par mode de gestion.

- Segmentation par type d'activité

La composition du panel par type d'activité met en lumière la prépondérance de l'épargne retraite dans les encours gérés, avec plus de 90% des encours.

Plus précisément, les mutuelles et SAM sont majoritairement présentes sur les risques santé, avec des engagements courts. Les institutions de prévoyance gèrent des engagements de retraite et de prévoyance longs (supérieurs à 7 ans). Les assureurs sont présents sur l'ensemble des lignes métier avec une durée des engagements déterminée par les activités d'épargne / retraite.

Figure 2 - Composition du panel en nombre d'investisseurs selon leur activité principale à fin juin 2016



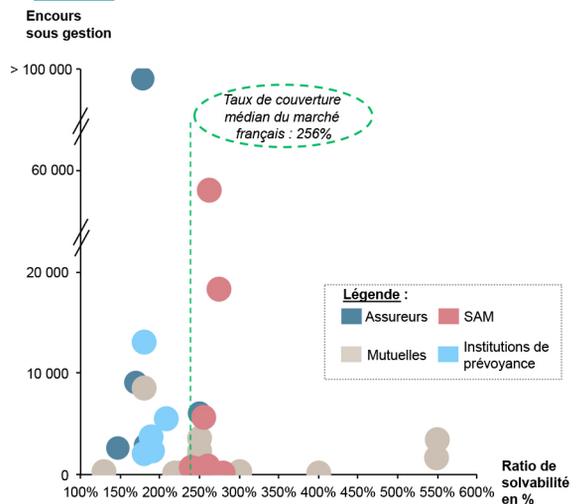
Sources : entretiens INDEFI, Baromètre Institutionnels 2016.

- Segmentation par niveau de couverture réglementaire

L'analyse du panel à la lumière du ratio de Solvabilité II distingue les institutions dites « contraintes », c'est-à-dire avec un taux de couverture des fonds propres exigibles inférieur à 200%, des institutions « non contraintes », qui couvrent leurs fonds propres minimum au moins deux fois.

Les SAM et mutuelles affichent des ratios de solvabilité élevés liés à des risques IARD et santé dominants. La situation est plus contrastée pour les assureurs et institutions de prévoyance.

Figure 3 - Composition du panel en nombre d'investisseurs et en encours selon le niveau de couverture de la marge de Solvabilité II et la nature de l'activité principale



Sources : entretiens INDEFI, Baromètre Institutionnels 2016.

Il convient de noter que l'affichage du taux de couverture masque des modalités de calcul divergentes en fonction de l'application ou non par l'institution des mesures d'aménagement transitoires, et notamment celles portant sur la pondération en fonds propres des investissements en actions souscrites avant le 1^{er} janvier 2016.

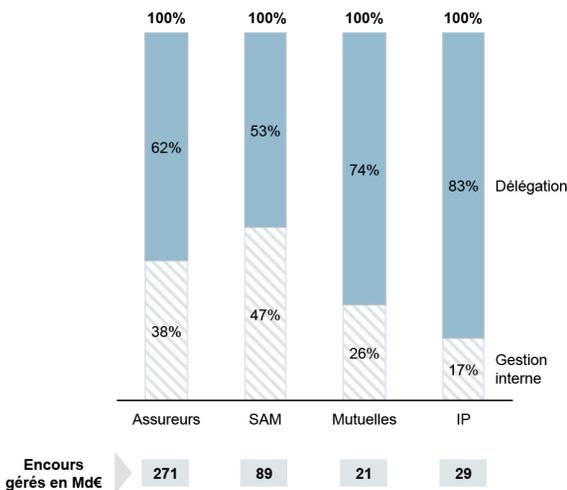
Pour rappel, lors du dernier exercice préparatoire à Solvabilité II, le marché français se caractérisait par un taux de couverture médian de 256%⁶.

- Segmentation par mode de gestion

Le choix du mode de gestion est souvent lié à la nature des risques principaux gérés. Dans notre panel, la majorité des actifs relève de la délégation de gestion (près de 60% des encours), impliquant la formalisation de lignes directrices encadrant l'action du délégataire au service de l'institution. On notera néanmoins que le mode d'organisation dominant en France pour la gestion assurantielle, et notamment dans le segment épargne / retraite, est la délégation intra-groupe qui offre aux assureurs un degré de contrôle élevé sur leur prestataire.

Les 40% restant sont gérés directement par les directions des investissements des institutions sous la forme de « gestion interne ».

Figure 4 - Répartition des encours par mode de gestion selon la nature de l'activité dominante de l'institution



Sources : entretiens INDEFI, Baromètre Institutionnels 2016.

C. LES ENJEUX ACTUELS DE LA GESTION ASSURANTIELLE

Cette section analyse les enjeux actuels de la gestion assurantielle au travers du prisme de la mise en œuvre de Solvabilité II. Trois enjeux principaux ont ainsi été identifiés :

- la problématique du SCR ;
- la recherche de rendement en environnement contraint ;
- l'exigence accrue en termes de reporting et transparence.

La problématique du SCR

Solvabilité II a pour effet de replacer la gestion financière au cœur des enjeux des institutions dans la mesure où la nature des placements contribue fortement à la structure du capital exigible, comme l'illustre la dernière analyse agrégée à l'échelle du marché produite par l'ACPR pour l'exercice de préparation à Solvabilité II fin 2015 (cf. Figure 5).

Certaines institutions sont plus affectées ou contraintes que d'autres. Le niveau de marge de solvabilité d'une part, et le poids relatif du SCR Marché dans le SCR de base d'autre part, sont les deux déterminants de la sensibilité de l'investisseur aux nouvelles normes prudentielles.

La maîtrise du SCR Marché et de sa volatilité s'impose comme un enjeu majeur pour les institutionnels. L'attention que les investisseurs y portent s'intensifie au fur et à mesure qu'ils maîtrisent mieux ce nouveau cadre.

« La gestion d'actifs devient payante sous Solvabilité II. » Institution de prévoyance

« Je pense que la maîtrise du SCR ex-ante au niveau de la gestion des placements va devenir incontournable pour l'ensemble des acteurs. Le chemin est encore devant nous. » Mutuelle

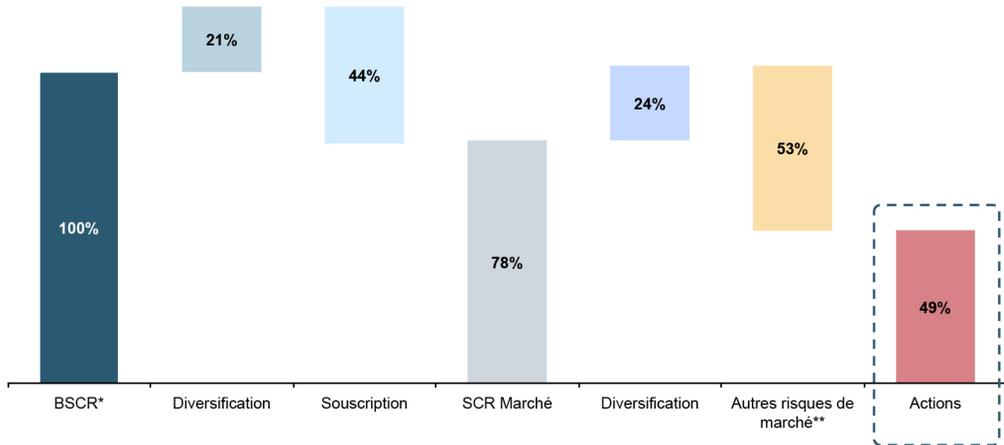
6- Source : Analyse n°55 ACPR décembre 2015

Figure 5 - Structure du capital de solvabilité requis (SCR), pour l'ensemble des organismes participant à la collecte

Le risque de marché est le contributeur principal de la structure de capital requis.

Le poids du SCR marché dans le SCR total est déterminant pour l'ensemble des organismes. De surcroît, le facteur de risque actions est le contributeur principal au risque de marché.

en % du BSCR *



Source : analyse de l'exercice 2015 de préparation à Solvabilité II, décembre 2015, ACPR n°56.

(*) SCR de base avant risque opérationnel et mécanismes d'absorption (***) Autres risques de marché : taux, crédit, change, immobilier, concentration.

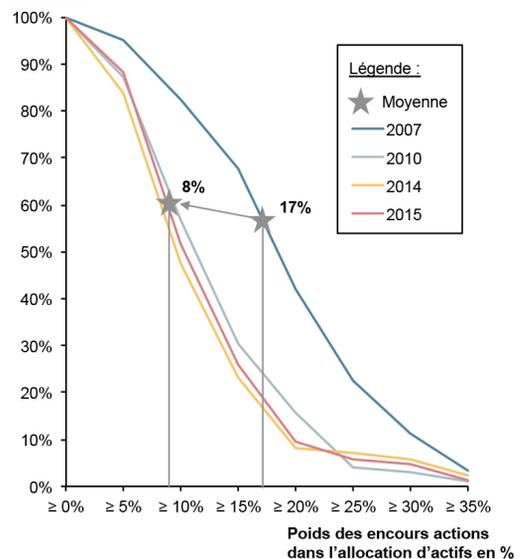
Le sujet des rendements en environnement contraint

Les institutions sont prises en étau entre la baisse des taux qui impacte fortement le rendement futur du portefeuille obligataire et la nécessité de trouver de nouvelles sources de rendement à coût réglementaire maîtrisé.

Traditionnellement investisseurs en actions pour générer un surplus de performance au bilan, les assureurs français ont été amenés à réévaluer cette pratique à l'aune de l'impact du risque actions sur la structure de capital requis.

Ainsi, depuis leur plus haut historique (2007) à 17% des allocations de long-terme, les investissements en actions ont fortement baissé jusqu'en 2012. Ils évoluent depuis au gré de l'effet marché et s'établissent en moyenne à 8% fin 2015.

Figure 6 - Distribution des investisseurs soumis à Solvabilité II depuis 2007 selon le poids en actions dans leurs allocations (2007-2015)



Sources : Baromètre Institutionnels INDEFI 2016.

Cette tendance structurelle de réduction des risques au travers de la diminution de la poche actions se traduit par le recours à de nouvelles sources de rendement, telles qu'exposées dans la suite de ce livre blanc.

« Dans le contexte actuel, le point important est le maintien d'une poche de performance pas trop coûteuse. Les solutions actions à risque contrôlé mieux à risque réduit nous apparaissent comme une alternative intéressante, et nous entamons une réflexion. » Mutuelle

La mise en place de Solvabilité II s'accompagne d'exigences accrues en matière de reporting et de transparence des portefeuilles

Les nouvelles normes prudentielles imposent aux assureurs des contraintes de transparence accrues sur les actifs en portefeuille. Les institutions doivent désormais communiquer à l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) des états synthétiques de leurs portefeuilles sur base trimestrielle ou annuelle.

La collecte et l'analyse des données pour répondre correctement à cette obligation réglementaire constituent un enjeu majeur pour les institutionnels. Ce dernier transparaît notamment au travers des attentes que les assureurs expriment par rapport à leurs prestataires de gestion.

« Nous recevons les fichiers de reporting trop tard, les délais de récupération et d'analyses ne sont pas compatibles. Nous nous sommes adaptés et demandons aux sociétés de gestion des informations de manière sporadique et les communiquons à BPSS pour qu'ils les intègrent dans la transparence. » SAM

« Le sujet sur la transparence est toujours la qualité de services. » Mutuelle

« Nous avons fait le choix d'un prestataire externe et indépendant à qui nous confions l'agrégation des données comptables et réglementaires, ce qui nous permet de mesurer de façon homogène les différents impacts. » Mutuelle

« La transparence des fonds au format AMPÈRE n'est pas assez rigoureuse en ce qui nous concerne, ce qui nous a poussés à développer un outil en interne. » Mutuelle

« Notre attente principale concerne la bonne réception des reportings et QRT dans les délais impartis car nous transparençons plus de 95% de notre portefeuille de placements. » Mutuelle

« Transparence et délais d'obtention des données font dorénavant partie du processus de sélection des partenaires et des fonds. » SAM

Alors que les institutions se sont jusqu'à présent concentrées sur la mise en place des circuits de remontée d'information, les questions de la qualité des données et de leur traitement vont devenir déterminantes dans les mois à venir.

Les sections suivantes analysent les évolutions de la gestion assurantielle au regard de ce nouveau contexte réglementaire, en dissociant :

- la gestion du « cœur de portefeuille » des institutions ;
- des satellites de performance, au travers d'un zoom sur les solutions de gestion asymétriques en actions sous contrainte et des mesures de contrôle des risques mises en place.

II. LES ÉVOLUTIONS DE LA GESTION DU CŒUR DE PORTEFEUILLE

La gestion du cœur des portefeuilles d'assurance, essentiellement composé d'actifs obligataires, représente plus de 81% des actifs gérés par les institutions⁷. Cette caractéristique s'explique par la nature même de la gestion assurantielle, qui est une gestion de provisions mathématiques et non de réserves financières.

L'objectif de cette section est de mettre en lumière les évolutions actuellement en cours dans ce domaine, sous l'effet notamment des changements réglementaires.

A. LA NÉCESSAIRE RÉVISION DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

Le contexte de taux durablement bas invite les institutionnels à faire évoluer leurs allocations d'actifs au travers de deux mouvements concomitants :

- l'augmentation de la diversification, qui s'illustre notamment par un poids croissant des investissements non cotés, que ce soit au sein des poches obligataires que des actifs réels ;
- la recherche d'une mobilité accrue des allocations.

Le poids croissant de la diversification

- La poursuite de la diversification obligataire

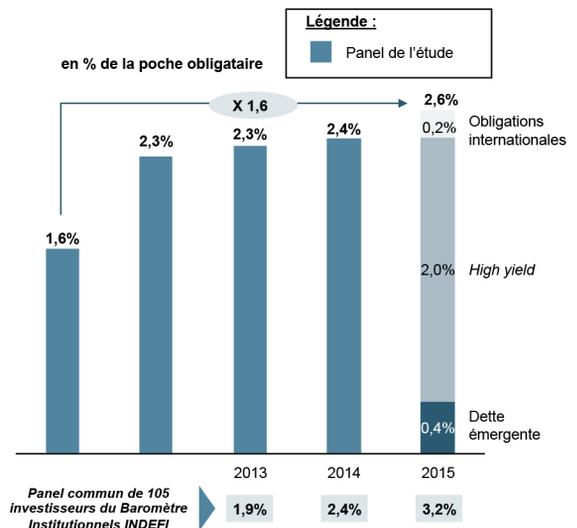
La diversification obligataire prend une place croissante dans les allocations institutionnelles. Par diversification obligataire, nous entendons les placements catégorisés en catégorie taux par les institutionnels, qui ne sont ni des obligations souveraines (et assimilées) ni des obligations de crédit *investment grade* libellées en euros.

Cette catégorie regroupe ainsi les principaux segments d'actifs suivants :

- obligations internationales (souveraines ou crédit, libellées dans des devises autres que l'euro) ;
- obligations à haut rendement (européen, américain et global) ;
- dette émergente.

Fin 2015, 2,6% des actifs obligataires des répondants du panel sont alloués à ces catégories de diversification. Les encours ont presque doublé au cours des cinq dernières années et, à ce titre, ces institutions s'inscrivent dans le mouvement plus général constaté à l'échelle du marché institutionnel en France.

Figure 7 - Evolution de la part de la diversification obligataire, hors crédit euro et obligations souveraines euro au sein de la poche obligataire



Sources : entretiens INDEFI, Baromètre Institutionnels 2016.

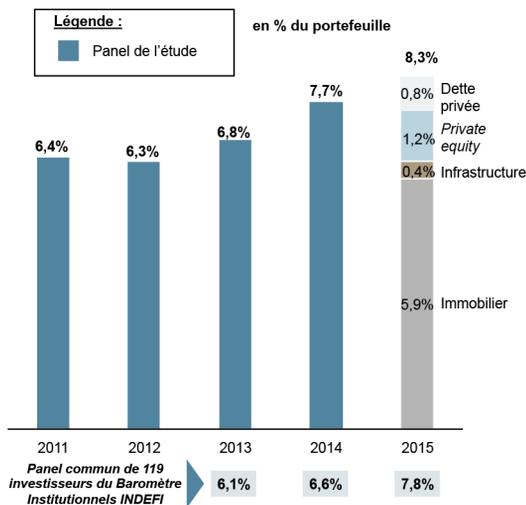
« Les contraintes émanant de la réforme Solvabilité II ne nous ont pas conduits à modifier l'allocation d'actifs. Cependant nous avons décidé de plus diversifier le portefeuille obligataire afin d'améliorer la performance globale dans un contexte de taux négatifs, sous format d'un mandat assurantiel en obligations high yield. » IRP

- L'accroissement des placements en actifs non cotés

Les investissements en actifs non cotés (incluant la dette privée⁸, l'immobilier, les infrastructures et le capital investissement) répondent à l'objectif de recherche de nouvelles sources de rendement des institutionnels.

Ils sont en progression continue depuis plusieurs années et représentent 8,3% de l'allocation des institutions du panel.

Figure 8 - Evolution de la part des actifs réels dans l'allocation d'actifs



Sources : entretiens INDEFI, Baromètre Institutionnels 2016.

Immobilier et (plus récemment) infrastructures bénéficient d'un traitement réglementaire privilégié sous Solvabilité II, par opposition aux actions (et classes d'actifs assimilées). Ce contexte devrait favoriser les mouvements d'allocation vers ces classes d'actifs.

Les vertus d'un pilotage tactique des allocations sous contrainte réglementaire

En complément d'une allocation stratégique revisitée, la gestion tactique des portefeuilles offre une source de rendement additionnelle. Celle-ci a connu une nette embellie auprès des institutionnels ces dernières années. Dans ce contexte, les investisseurs définissent un cadre de délégation prévoyant des fourchettes d'allocation et intègrent un budget maximum de SCR *ex-ante* à respecter. Cette approche est attrayante sous Solvabilité II dans la mesure où elle constitue un moyen de contrôle de la volatilité induite impactant le SCR.

Le pilotage dynamique de l'allocation, en conférant une latitude d'expression au gérant, cherche à profiter, le cas échéant, de la capacité de ce dernier à tirer parti de l'environnement de marché et être ainsi générateur d'une source de rendement additionnelle.

8- Prêts et placements privés en format Euro PP ou autre (*Schuldscheine, private placements américains...*) et parts de fonds de communs de titrisation ou autres types de véhicules en représentation de financements directs d'entreprises n'ayant pas accès aux marchés obligataires traditionnels (ETI, PME), de collectivités locales, de projets immobiliers et d'infrastructure.

B. LE CADRE DES RELATIONS ENTRE INSTITUTIONNELS ET SOCIÉTÉS DE GESTION EST APPELÉ À ÉVOLUER

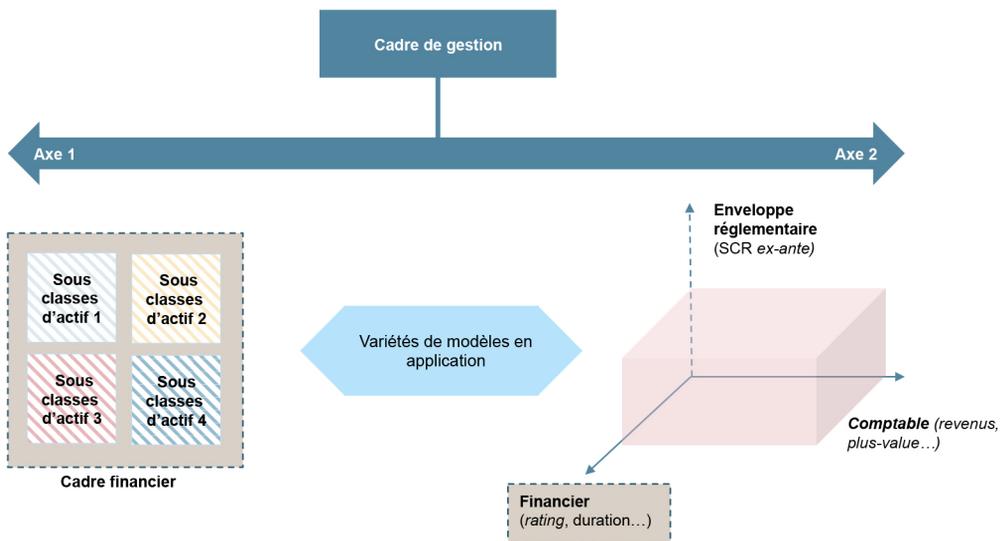
Le recours à un prestataire de gestion se traduit par la formalisation d'un cadre de gestion qui gouverne les actions de ce dernier sur le portefeuille délégué. Ce dernier s'exprime traditionnellement, pour le portefeuille obligataire, au travers d'une matrice croisant notations et durée.

L'avènement de Solvabilité II fait bouger les lignes en la matière. On constate deux évolutions

divergentes, dont l'objectif est la meilleure prise en compte de la dimension SCR inhérente au nouveau cadre réglementaire :

- le choix, pour certains délégataires, de piloter de manière de plus en plus précise l'intervention de leur gérant en fonction des facteurs de risque ;
- l'intégration, pour les autres, du critère SCR comme paramètre *ex-ante* de cadrage de l'action du gérant.

Figure 9 - Schéma explicatif de la mise en place d'une solution d'optimisation du SCR



Source : analyses INDEFI.

Dans le cas de la première école, les investisseurs prennent le parti d'un pilotage fin des allocations. Ils définissent ainsi des catégories d'actifs « pures » leur permettant de décliner implicitement un montant en SCR cible par sous-segment. A l'extrême, le cadre de gestion pourrait être par exemple restreint à un mandat obligataire BBB de durée 3-5 ans. Cette approche a le mérite de permettre un pilotage encadré de la charge en capital sur la base des facteurs de risques bien identifiés sous Solvabilité II. Il revient néanmoins, à restreindre la latitude du gérant, se traduisant

par une « neutralisation » des anticipations de sur (ou sous) performance.

« Nous n'avons jamais donné de budget de SCR maximum. Gérer un niveau de SCR c'est gérer des contraintes de rating et durée, et c'est déjà dans les règles que nous donnons à nos gérants. En plus, ça aurait tendance à être plus permissif donc nous ne l'envisageons pas. » Assureur

« Le pilotage du ratio SCR est réalisé sur la base de stress tests où nous mesurons les implications sur notre marge de solvabilité. Nous trouvons

très dangereux de libérer le gérant de contraintes d'investissements pour lui confier plus de latitude, voire un budget maximum. Nous avons plutôt décidé de réduire les latitudes que nous donnions à nos délégataires. » Mutuelle

« Nous savons que certains de nos confrères ont introduit des budgets de SCR à leurs gérants, c'est encore un peu tôt pour nous mais nous y réfléchissons. Il faut prendre un peu de recul sur ces problématiques et nous souhaitons procéder par étapes. Par contre, afin de maîtriser notre SCR, nous avons défini des contraintes de gestion plus précises au sein des mandats, ce qui a pour conséquence une maîtrise indirecte du ratio SCR. » Institution de prévoyance

« Nous avons avec Solvabilité II, affiné nos règles d'appétence au risque, fixé nos limites de risque en termes de rating et secteurs, et mis en place des systèmes d'alertes très fines, sans aucune définition de limite exprimée en SCR. » Mutuelle

Au sein de la deuxième école, au contraire, les investisseurs font le choix d'élargir le cadre donné à leur délégataire tout en leur donnant un budget maximum de SCR *ex-ante* à respecter. Le cadre traditionnel de gestion s'en trouve modifié avec l'apparition d'un troisième indicateur (le SCR), qui introduit une nouvelle mesure de risque à l'échelle de la poche déléguée.

Cette approche a pour avantage de conférer une latitude d'expression plus large au gérant et de tirer bénéfice, le cas échéant de sa capacité de manœuvre pour surperformer ses objectifs de gestion.

« Avec Solvabilité II, c'est le prix de marché qui compte. Bien sûr nous avons redéfini le cadre de gestion que nous donnons à nos gérants. On est en réflexion comme toute la place. Nous avons encore peu de recul sur la volatilité des fonds propres requis ». Mutuelle

« Nous avons décidé de revoir avec nos gérants le cadre de gestion de notre poche obligataire gérée au sein de mandats assurantiels. Cette décision

répond surtout à une recherche de rendements supplémentaires dans une période de taux faibles. » Mutuelle

« Le pilotage du SCR se fait au niveau ALM. Nous sommes dans une phase de redescende du critère SCR dans les mandats obligataires que gère notre société de gestion groupe, avec la mise en place d'un budget maximum de SCR. » Institution de prévoyance

« Nous avons ouvert les latitudes de gestion données à notre gérant délégué, sous contrainte d'un budget maximum de SCR de 15%. » Mutuelle

*« Dans le mandat de gestion diversifié que nous déléguons, le critère SCR intervient dans le cadre de gestion que nous avons défini et nous avons choisi de l'encadrer avec un niveau maximum *ex-ante*. » Mutuelle*

« A ce jour, aucune décision n'a été prise concernant le pilotage du ratio de SCR mais dans un contexte de taux négatifs j'envisage plutôt de ne pas imposer de contraintes de gestion à mes partenaires de gestion, et de donner plus de latitude aux gérants dans le cadre d'un SCR maximum prédéfini. » SAM

« Nous réfléchissons à déléguer un budget maximum de SCR à nos prestataires de gestion et à les affranchir des contraintes basiques telles que le poids par classe d'actifs. » Mutuelle

Le recours à l'indicateur de SCR *ex-ante* reste à ce jour limité. 37% des institutions du panel l'utilisent. Certaines d'entre elles lui préfèrent des niveaux de perte (*drawdown*) maximum pour mieux encadrer leur gestion du risque.

« Dans le mandat de gestion que nous déléguons, le critère SCR intervient dans le cadre de gestion que nous avons défini et nous avons choisi de l'encadrer avec un niveau maximum ex-ante. » Mutuelle

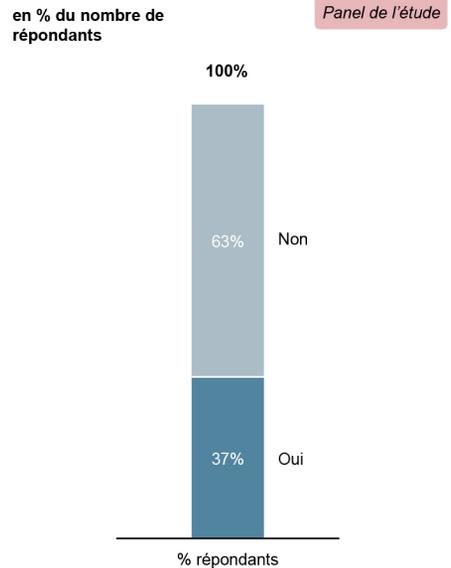
Entre ces deux écoles, il existe une large palette de comportements. Indépendamment de la politique privilégiée par l'institution, on constate néanmoins la diffusion croissante du paramètre SCR dans la gestion des placements. C'est en particulier le cas au niveau des choix d'investissement, notamment lors du renouvellement des investissements.

« Le ratio de SCR devient un critère que nous suivons. Le calcul est simple, le SCR n'est pas un sujet sur les poches peu coûteuses en capital, en revanche sur les poches de diversification très coûteuses en capital nous arbitrerons en regardant le ratio rendement sur coût en SCR à chaque nouvel investissement. » Mutuelle

« Pour les actifs cœur de portefeuille, cela devient clé que le gérant puisse suivre le SCR. » Institution de prévoyance

« Nous avons regardé l'impact en SCR des nouveaux investissements réalisés. Les résultats montrent que l'impact en SCR est marginal et cela n'a donc pas d'incidence à l'échelle du portefeuille. Nous n'intégrons donc pas de contraintes en montant ni budget de SCR pour suivre nos investissements, mais nous ne nous interdisons pas de le faire à l'avenir en affinant l'allocation en fonction du coût des actifs en SCR ; ce sera un nouveau chantier à mettre en place et ce n'est pas la priorité. » Institution de prévoyance

Figure 10 - « Intégrez-vous dans le cadre de gestion l'indicateur de SCR *ex-ante* ? » (en % des répondants)



Sources : entretiens, analyses INDEFI.

L'impact en SCR est également désormais systématiquement analysé lors de l'exercice de définition des allocations stratégiques par les directions d'investissement.

« Le SCR est réglementairement incontournable. Ce critère entre de fait en compte dans notre pilotage financier mais nous faisons cela avec beaucoup de prudence. Autant dire que nous avançons avec l'enthousiasme de la personne qui va à l'échafaud. » Institution de prévoyance

« Le SCR est suivi régulièrement tous les trimestres au niveau macro-économique mais n'est pas un outil de pilotage de l'allocation d'actifs. Progressivement, ce ratio tend à devenir un critère de mesure de risque à part entière. » Assureur

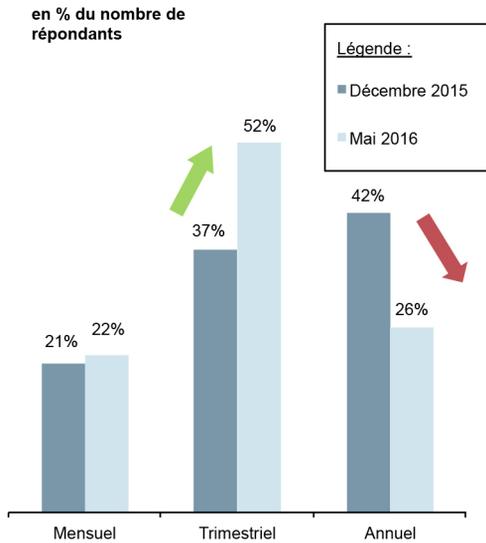
Le SCR, en tant qu'un indicateur de risque *ex-post*, s'impose aujourd'hui chez tous les délégataires comme un élément indispensable des reportings de gestion. Cette demande s'accompagne d'une augmentation de la fréquence de calcul reflétant

le recours croissant à cet indicateur par les directions des investissements.

Quelle que soit l'approche privilégiée, l'intégration progressive du critère SCR dans le cadre de gestion déléguée reflète une aisance et une maturité accrues des investisseurs et illustre la migration d'un modèle historiquement dominé par des considérations de pilotage comptable vers une approche plus économique structurée autour de la définition d'une allocation stratégique et encadrée grâce à un pilotage tactique « en continu » qui intègre les trois dimensions, économique, comptable et réglementaire.

Cette tendance apparaît comme irrévocable, même si elle ne concerne pas l'ensemble de la population des investisseurs soumis à Solvabilité II.

Figure 11 - Evolution des fréquences de calcul du SCR *ex-post*



Sources : entretiens INDEFI, *Baromètre Institutionnels 2016*.

ENCART

Les investisseurs réticents à la prise en compte de l'indicateur SCR.

Plusieurs freins à l'adoption du SCR ont été identifiés auprès des investisseurs réticents à l'utilisation de ce paramètre.

- Le manque de recul.

« On commence à avoir quelques points d'observation historiques sur le SCR. Et on a besoin d'en avoir suffisamment pour bien définir le cadre de gestion. Ce qui n'est pour l'instant pas le cas. Nous manquons cruellement de recul sur Solvabilité II pour définir des budgets de risque exprimés en SCR. » Mutuelle

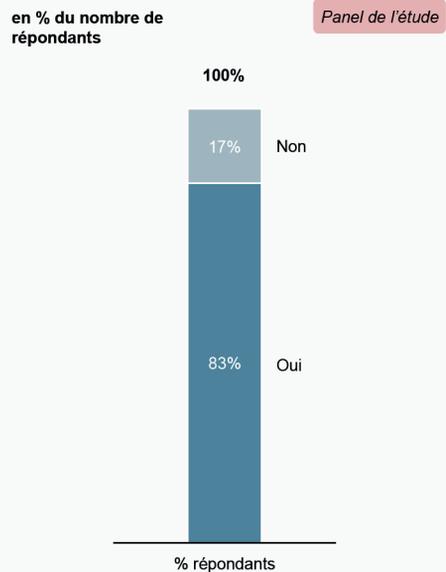
- La philosophie de pilotage ALM / SCR se pratique plus naturellement au niveau du SCR marché plutôt qu'au niveau du SCR taux, voire au niveau du SCR global pour les assureurs vie. Les investisseurs ont du mal à transmettre le passif à un prestataire de gestion, ce qui rend l'exercice moins pertinent, notamment pour les risques liés à la vie.

« Le problème c'est que l'asset manager reste au niveau du risque de marché. Je ne crois pas à l'intégration du passif au niveau de la société de gestion déléguée. Je ne pense pas qu'une institution serait prête à déléguer une complète vision sur le passif. » Institution de prévoyance

- La poche obligataire est finalement peu consommatrice en SCR et davantage préoccupante en matière de rendement comptable.
- Les institutions non contraintes par Solvabilité II ont le luxe de pouvoir s'exonérer du suivi de cet indicateur.

« A ce jour, notre contrainte de générer du rendement l'emporte sur la contrainte réglementaire. Nous devons cependant rester vigilant sur la poche obligataire surtout si les investissements en investment grade et high yield augmentaient car ils peuvent s'avérer consommateurs. » Mutuelle.

Figure 12 - « Intégrez-vous dans le cadre de gestion l'indicateur de SCR comme un indicateur *ex-post* ? » (en % des répondants)



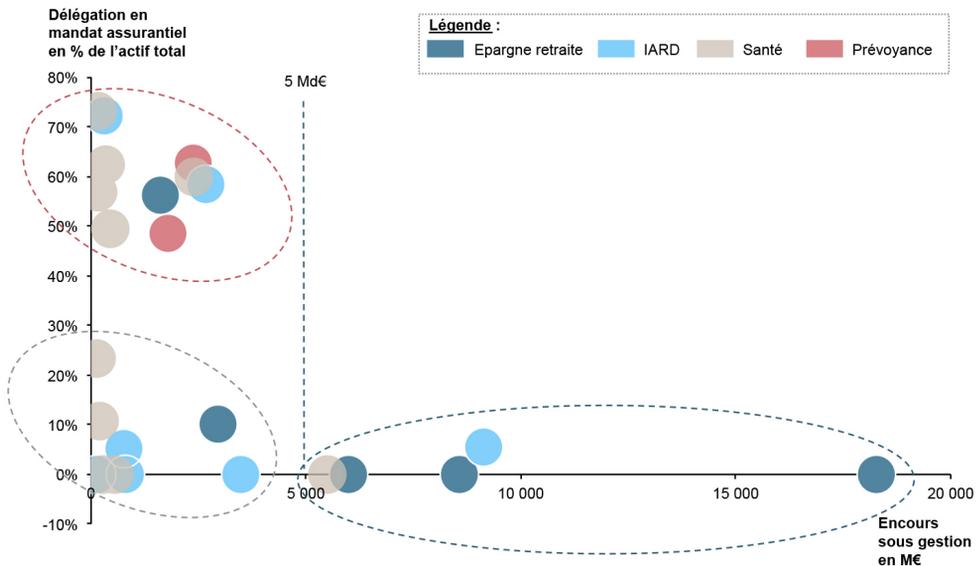
Sources : entretiens, analyses INDEFI.

C. LES ÉVOLUTIONS DANS LES MODES DE GESTION

Le choix de délégation de la poche cœur ne concerne pas tous les investisseurs

Les évolutions susmentionnées interpellent les institutions sur leur dispositif de gestion. Pour nombre d'entre elles, la question de conserver en interne la gestion de leur cœur de portefeuille ou de s'appuyer sur les services d'un prestataire spécialisé est d'actualité. Elle ne se pose cependant pas à toutes, et en particulier aux grands assureurs qui disposent au sein de leur groupe d'un prestataire de gestion affilié. Dans la suite de cette section, sont retraitées de l'analyse les sept institutions qui opèrent en « délégation groupe ».

Figure 13 - Cartographie des acteurs délégataires du panel en fonction du montant des actifs gérés et du taux de délégation assurantielle (par segment, hors institutions opérant en délégation groupe).



Sources : entretiens INDEFI, *Baromètre Institutionnels 2016*.

L'analyse du taux de délégation assurantielle, défini comme le rapport entre le montant des actifs délégués sous forme de mandats assurantiels à des prestataires externes et le montant des encours soumis à Solvabilité II met en lumière des disparités significatives entre institutions. Le ratio de délégation moyen se situe à 11%.

Dans la plupart des cas, on retrouve parmi les acteurs avec un taux de délégation externe significatif les investisseurs de taille inférieure à 5 Md€ sous gestion, issus des segments mutuels, SAM et institutions de prévoyance.

Les plus grands investisseurs, et en particulier ceux actifs en épargne / retraite, expriment le souhait de garder la main sur l'expertise de gestion obligataire.

« Nous n'avons pas vocation à déléguer nos actifs investis au sein de la poche obligataire car pour l'instant nous avons une bonne maîtrise du risque, du ratio de SCR, de l'environnement financier. » SAM

« Nous avons en interne une très bonne compréhension de l'univers obligataire européen. C'est un savoir-faire que nous souhaitons conserver. Nous déléguons ce que nous ne maîtrisons pas mais si l'on peut faire nous-mêmes nous n'allons pas déléguer. » Mutuelle

« Solvabilité II ne nous incite pas à déléguer la gestion obligataire bien au contraire nous souhaitons conserver la main sur cette gestion et sur ce savoir-faire. » Institution de prévoyance

ENCART

Le mode de gestion influe directement sur l'appréhension, par les institutions, des enjeux de la directive.

La perception des investisseurs concernant les impacts de Solvabilité II sur la gestion de leur cœur de portefeuille est disparate, selon que l'institution gère cette poche elle-même en direct ou la délègue. En la matière, la nature du prestataire (société de gestion affiliée ou externe au groupe) n'apparaît pas déterminante.

Pour les institutions investissant en direct, on note une plus grande inertie et une certaine réticence à remettre en cause leur mode opératoire. A cet égard, l'enjeu de la baisse des taux et de l'assèchement des sources de rendement traditionnelles apparaît beaucoup plus pressant pour ces investisseurs que Solvabilité II. En découle une politique active de diversification ayant pour objectif de doper le rendement du portefeuille. Celle-ci se traduit naturellement par un accroissement des montants confiés à des sociétés de gestion externes, pour toutes les classes d'actifs qu'ils ne maîtrisent pas.

- **Non délégués**

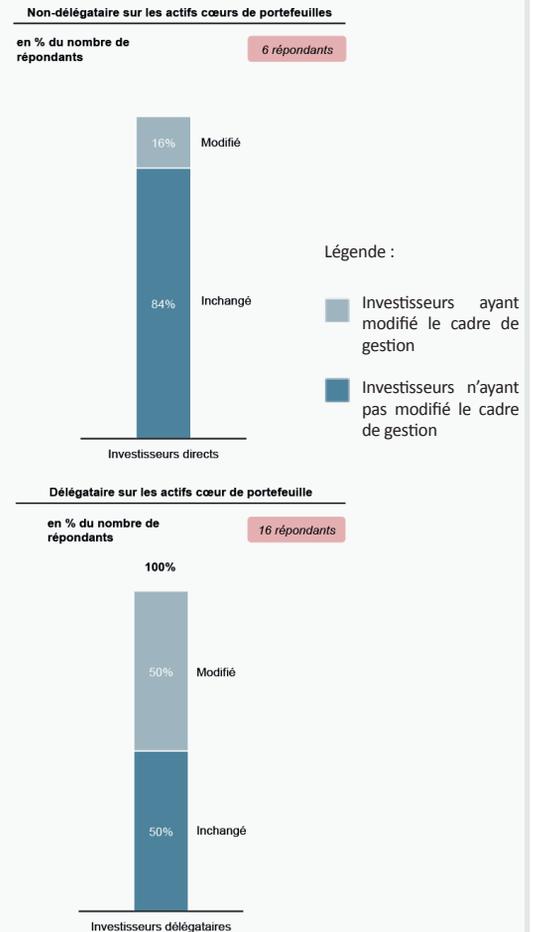
« Les contraintes émanant de la réforme Solvabilité II ne nous ont pas conduits à modifier l'allocation d'actifs. Cependant nous avons décidé de plus diversifier le portefeuille obligatoire afin d'améliorer la performance globale dans un contexte de taux négatifs, sous format d'un mandat assurantiel en obligations high yield. » Institution de prévoyance

« Notre gestion obligatoire s'effectue en direct. Sur cette poche l'environnement contraignant de Solvabilité II n'a pas entraîné de modifications stratégiques en matière d'allocation, bien au contraire. Nous avons les moyens de Solvabilité II et nous nous en affranchissons lors de notre allocation mais notez bien qu'il s'agit là d'une fumisterie à l'échelle européenne. » SAM

- **Délégués**

« Nous ne nous soucions pas vraiment du coût en SCR sur notre poche obligatoire. Mais je pense qu'il faut cependant rester vigilant, et même sur cette poche obligatoire, car les coûts en capital sont moins encadrés et les investissements investment grade et high yield peuvent s'avérer très consommateurs. » Mutuelle

Figure 14 - « Avez-vous modifié le cadre de gestion de la poche obligatoire post Solvabilité II ? » (en % des répondants).



« A la lumière des évolutions majeures caractérisant les activités de gestion financière des compagnies d'assurance (instabilité des marchés financiers, émergence de nouveaux risques, niveau des taux historiquement bas, contraintes réglementaires accrues dans le cadre de la future Directive Solvabilité II), notre direction financière a souhaité faire évoluer le dispositif actuel de sa gestion financière afin de la renforcer, en s'appuyant complètement sur un spécialiste de la gestion de type assurantielle. » Assureur

L'essentiel des changements concerne ainsi les investisseurs délégués de la gestion de leur cœur de portefeuille.

Les déterminants du mouvement de délégation

La délégation des poches cœur de portefeuille concerne essentiellement les institutions des sphères mutualistes et paritaires. Elle a tendance à augmenter sous le double effet de la complexité réglementaire grandissante et du besoin de diversification.

Solvabilité II n'est pas le seul facteur sous-jacent à ce mouvement. L'environnement de taux négatifs a un impact direct sur la gestion obligataire des portefeuilles d'assurance. Ce contexte incite les investisseurs à adopter une gestion plus dynamique du cœur de portefeuille et à diversifier ce dernier vers des actifs moins liquides ou plus risqués afin de réduire la baisse des rendements. Le pilotage des placements devient par conséquent plus complexe car intégrant le suivi d'une plus grande diversité de classes d'actifs et entraîne les investisseurs qui n'ont pas l'expertise en interne à envisager la délégation des portefeuilles obligataires ou diversifiés à des sociétés de gestion spécialisées.

Au sein de notre panel, sur les 21 acteurs délégataires en mandats assurantiels sollicités, cinq ont amorcé ce mouvement de délégation post-Solvabilité II.

« Nous avons choisi la délégation de la poche obligataire à un prestataire externe mieux à même d'appréhender les nouvelles thématiques d'investissement qui sont considérées comme complexes. » Mutuelle

« En décembre 2015, le contexte de baisse des taux nous a incités à nous entourer d'un nouveau partenaire dans le cadre d'un mandat obligataire. Solvabilité II est une contrainte plutôt indirecte, car elle nécessite la mise en place d'efforts en matière de remontées d'informations dans un objectif de transparence mais n'influe pas directement sur l'allocation du portefeuille ni le pilotage des placements. » Mutuelle

« La gestion de notre poche obligataire est assez classique, et notre univers d'investissement

restreint. Nous n'avons pas vocation à déléguer nos actifs investis au sein de la poche obligataire car pour l'instant nous avons une bonne maîtrise du risque, du ratio de SCR, de l'environnement financier. Ce qui pourrait remettre en question ce mode de gestion est un élargissement de l'univers d'investissement de la poche obligataire. Un prestataire externe sera alors bien mieux placé pour appréhender ces nouvelles thématiques. » SAM

« Avec un environnement de taux de plus en plus complexe et la nécessité d'adopter une approche plus dynamique de gestion des placements obligataires, nous remettons en question notre poche obligataire gérée en interne et pourrions opter dans des échéances futures pour un format de délégation externe. » Assureur

« Nous remettons en question notre poche obligataire gérée en interne et pourrions opter dans des échéances futures pour un format de délégation externe. La raison d'une externalisation est simple : la recherche d'un spécialiste dans un environnement de taux de plus en plus complexe, qui nécessite une approche plus dynamique des produits obligataires afin d'optimiser les performances d'une poche qui ne cesse de baisser, et une diversification des stratégies de gestion (high yield par exemple). » Assureur

Vers une demande de prestation intégrée

Les investisseurs qui font le choix de déléguer ont un intérêt croissant pour une prestation intégrée, alliant prestation d'allocation d'actifs stratégique puis d'allocation tactique, gestion financière, pilotage comptable et réglementaire et services de reporting sur mesure (intégrant les trois axes financier, comptable et réglementaire, et le cas échéant, la prestation de dépositaire).

Cette demande reflète le choix des (petits) assureurs de se concentrer sur leur expertise phare, le pilotage ALM, et déléguer la gestion des placements à un partenaire qui sera à même de les accompagner.

« À la lumière des évolutions majeures caractérisant les activités de gestion financière des compagnies d'assurance (instabilité des marchés financiers, émergence de nouveaux risques, niveau des taux historiquement bas, contraintes réglementaires accrues dans le cadre de la future Directive Solvabilité II), notre direction financière a souhaité faire évoluer le dispositif actuel de sa gestion financière afin de la renforcer, en s'appuyant sur un spécialiste de la gestion de type assurantielle. » Assureur

« Nous avons lancé un appel d'offres en fin d'année dernière et favorisé dans notre choix les modèles 'all-in' qui offrent une palette de services qui nous simplifie considérablement la vie : bien sûr la prestation de gestion financière et l'ensemble du pilotage comptable mais aussi la production des fichiers transparisés et des données pour les QRT, et même l'intégration de la fonction dépositaire. » Assureur

« Nous avons lancé en début d'année la recherche d'un prestataire de gestion pour la gestion d'un portefeuille de gestion diversifiée avec l'objectif de sélectionner un prestataire qui apporte sa connaissance de la gestion institutionnelle et nous accompagne dans le suivi des risques et les éléments de reporting avec le triple objectif : assurer un taux de rendement courant, minimiser le SCR de marché et maximiser la performance financière. » Mutuelle

III. LES PLACEMENTS DE PERFORMANCE À L'HEURE DES « SOLUTIONS D'INVESTISSEMENT »

Aux côtés de leur cœur de portefeuille, les assureurs gèrent une seconde poche - le portefeuille de diversification - dont l'objet est la recherche de performance à long-terme. Entrent dans ce portefeuille des classes d'actifs diverses, telles que les actions, l'alternatif ou encore les actifs réels, qui se trouvent regroupées pour la majorité sous Solvabilité II sous l'intitulé « actions de type 1 ou 2 ».

En matière de placements de performance, l'enjeu principal pour les institutions est le maintien du niveau des allocations dans un environnement de taux négatifs et dans le respect des contraintes de consommation de fonds propres. Ce dernier aspect est d'autant plus crucial que la baisse des taux a amplifié la contribution du risque de type actions au risque total des portefeuilles de marché en modèle standard.

Dans ce contexte, les investisseurs sont à la recherche de solutions leur permettant de maintenir leurs allocations en actions cotées (80% de la poche de diversification) tout en contenant la mobilisation de capital réglementaire. Cette demande est à l'origine de l'essor du marché des actions couvertes, segment au cœur de la vague des « solutions d'investissement » compatibles Solvabilité II.

On entend par « actions couvertes » des stratégies d'investissement qui combinent gestion actions et couverture optionnelle, visant à protéger de manière continue le portefeuille actions à la baisse du marché, et résultant ainsi en une réduction substantielle du SCR actions. Ces dernières représentent le sous-jacent idoine pour la mise en œuvre de ce type de stratégies, du fait de leur liquidité et de l'existence d'un marché de produits dérivés cotés facilement accessible.

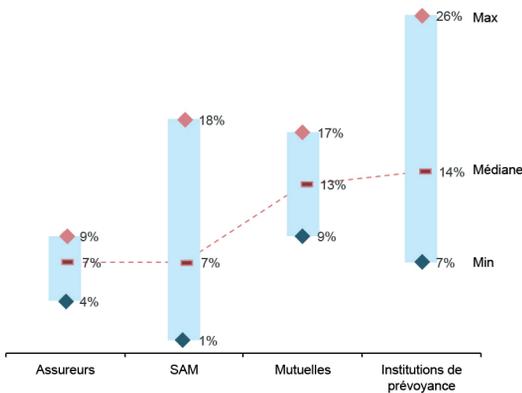
Cette section porte sur l'analyse de ces solutions, telles que mises en place ou appréhendées par les assureurs, les facteurs de conversion et freins identifiés.

A. DES POCHE ACTIONS PLUS OU MOINS ÉLEVÉES

En France, les institutions soumises à Solvabilité II gèrent une exposition moyenne de 8% aux actions (cotées)⁹. Dans notre panel, cette moyenne s'établit à 7,5%.

Cette exposition moyenne recouvre des réalités très disparates en fonction de la nature des acteurs (figure 15), ce qui reflète des philosophies d'investissement et marges de solvabilité divergentes.

Figure 15 - Poids en actions dans les portefeuilles assurantiels du panel (minimum, médian et maximum) en fonction de leurs actifs gérés.



Sources : entretiens, analyses INDEFI.

Le maintien de poches actions « élevées » apparaît comme une solution attrayante pour les organismes d'assurance qui cherchent à compenser la décroissance des rendements du portefeuille obligataire. Mais peu d'investisseurs ont le luxe de pouvoir porter le coût réglementaire ainsi que la volatilité de marché associée d'une exposition directionnelle aux actions qui serait significative. Ce constat alimente donc l'intérêt pour les solutions d'investissement et les actions couvertes.

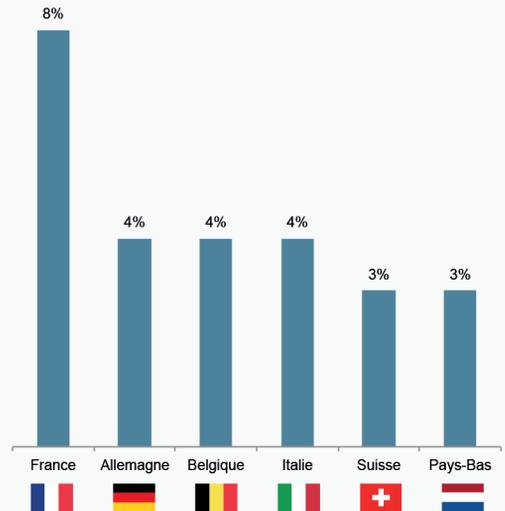
9- Source : INDEFI, Baromètre Institutionnels 2016

ENCART

Assureurs européens et investissements en actions

À l'échelle européenne, l'exposition actions des investisseurs soumis à Solvabilité II est largement inférieure à ce que l'on peut constater en France, oscillant entre 3 et 4%. Cette différence peut s'expliquer par la structure de l'épargne financière, le poids de l'assurance-vie dans cette dernière et la nature concurrentielle du marché (concurrence par les taux servis en rythme annuel). En Europe continentale, les encours en assurance-vie recouvrent des engagements d'épargne retraite (individuelle et collective) qui sont adossés et laissent moins de place aux actions.

Figure 16 - Poids des allocations actions des institutionnels soumis à Solvabilité II - Comparaison pan-européenne



Sources : INDEFI Market Research

« Notre réponse à la baisse des rendements est le maintien d'une exposition actions élevée. »
Mutuelle

« Il est crucial pour nous de faire des choix réfléchis en matière d'allocation et de coût en SCR. On ne peut pas se permettre d'investir sur des produits coûteux qui n'ont pas de bons rendements. Si on doit faire le choix d'actifs risqués on le fera mais on suivra attentivement le ratio rendement / coût en capital. » Mutuelle

« On maintient notre exposition aux actions grâce à la mise en place d'une couverture actions ; sans elle, on l'aurait certainement réduite. » Assureur

« La mise en place de la couverture de notre poche actions a permis de maintenir le poids actions même si vu le niveau des taux aujourd'hui, acheter des options coûte très, très cher. » Assureur

« Si la mise en place d'une couverture sur notre portefeuille actions se passe comme prévu, on pourrait augmenter le poids de notre poche actions » Institution de prévoyance

B. UN INTÉRÊT MARQUÉ POUR LES SOLUTIONS DE COUVERTURE

État des lieux du marché des actions couvertes

Si le pilotage du SCR est souvent le prisme par lequel est abordée la question de la couverture des placements actions, elle ne fait pas figure aujourd'hui d'objectif principal pour la plupart des institutions mais constitue, en quelque sorte, la « cerise sur le gâteau ». La question du risque de base et de l'éligibilité réglementaire de la stratégie de couverture reste en effet ouverte pour la plupart des investisseurs actifs.

Ces derniers plébiscitent ces solutions pour leur efficacité dans la protection contre la volatilité qui leur évite l'éventuel passage de PDD¹⁰, et permet également de protéger les plus-values latentes.

Enfin, au rang des motivations, on notera le souhait de profiter des distributions de la classe d'actifs actions tout en contrôlant le risque de beta dans une approche qui n'est pas sans rappeler celle des stratégies long-short actions.

ENCART

Les motivations des investisseurs ayant recours aux stratégies d'actions couvertes.

1. Le contrôle de la volatilité inhérente aux placements en actions.

« Nous sommes en train de regarder les options possibles pour couvrir notre poche actions. Il est possible que nous l'intégrions dans la gestion. Si nous le faisons, ce serait plus avec l'objectif de réduction de volatilité et gestion ALM que de réduire le SCR marché qui ne contribue qu'à 30% de notre SCR global. » Assureur

2. La protection des plus-values comptables.

« La mise en place d'une couverture de notre portefeuille actions n'a pas pour objectif d'augmenter leur poids dans le bilan, en tout cas, pas à court terme. On verra comment cela se passe. En fait, ce que nous recherchons surtout c'est un outil efficace pour piloter la sortie des actions en limitant l'impact sur le résultat comptable. » Assureur

« Notre objectif prioritaire est de protéger nos plus-values latentes, la baisse du SCR est un objectif de second rang. » Assureur

3. Le pilotage de la charge en capital (SCR).

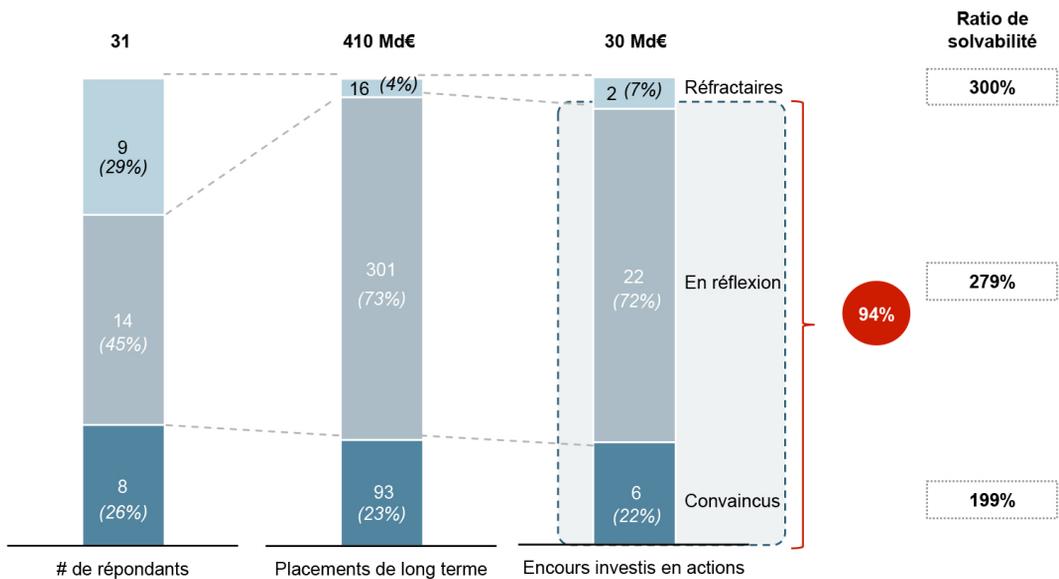
« Nous recherchons à optimiser le SCR bien sûr mais aussi à réduire la volatilité de nos actions. On maintient notre exposition aux actions grâce à la mise en place d'une couverture actions ; sans elle, on l'aurait certainement réduite. En gros, la stratégie actions couvertes permet de réduire le SCR de 39% à 25% en moyenne. » Assureur

« Notre objectif principal dans la mise en place d'une couverture de notre poche actions est la réduction du SCR actions, cela fait longtemps que nous investissons sur des stratégies de type minimum variance pour réduire la volatilité de la poche actions, mais cette stratégie ne réduit pas le SCR. Cette réduction en SCR nous permet de maintenir notre exposition en actions. » Assureur

10- PDD : provisions pour dépréciation à caractère durable.

Sur la base du panel interrogé, 71% des investisseurs confirment un intérêt pour les solutions de type actions couvertes. Un quart sont investisseurs actifs (« les convaincus »). Les réfractaires sont peu nombreux et surtout des petites institutions disposant de marges de solvabilité confortables.

Figure 17 - Investisseurs du panel et intérêt pour les solutions d'actions couvertes.



Sources : entretiens, analyses INDEFI.

Par rapport aux résultats de fin 2015, collectés en marge du Baromètre institutionnel 2016, on constate un accroissement de l'intérêt de la sphère institutionnelle pour ce type d'approche.

« Dans le contexte actuel, le point important est le maintien d'une poche de performance pas trop coûteuse. Les solutions actions à risque contrôlé nous apparaissent comme une alternative intéressante, et nous entamons une réflexion. » SAM

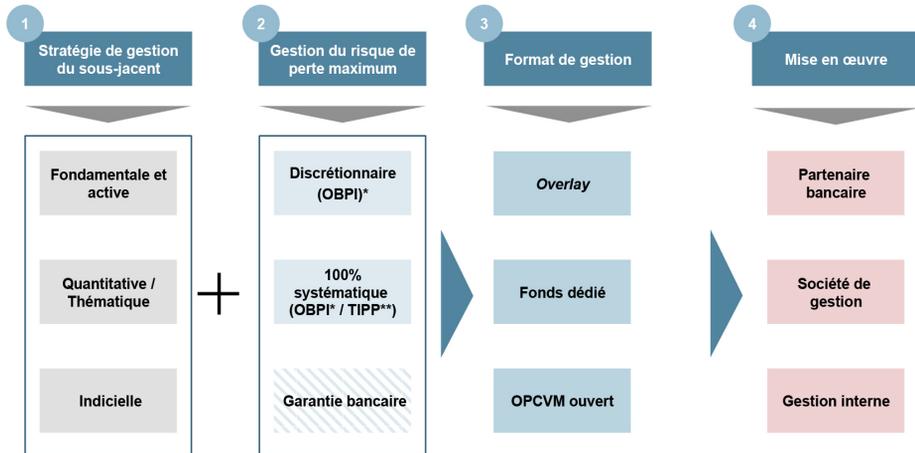
« Nous recherchons un partenaire pour mettre en place une couverture en overlay de notre poche actions, avec deux objectifs, celui de couvrir notre PDD, et celui de réduire la charge en capital du risque actions. » Institution de prévoyance

Il convient également de noter que ces stratégies se diffusent à l'ensemble du marché institutionnel, y compris auprès d'institutions non soumises à Solvabilité II. Ces dernières envisagent la couverture de leur portefeuille actions dans un objectif de gestion de risques.

Les approches privilégiées par les investisseurs

Les solutions d'actions couvertes peuvent être segmentées en fonction de quatre axes (Figure 18).

Figure 18 - Les solutions actions couvertes.

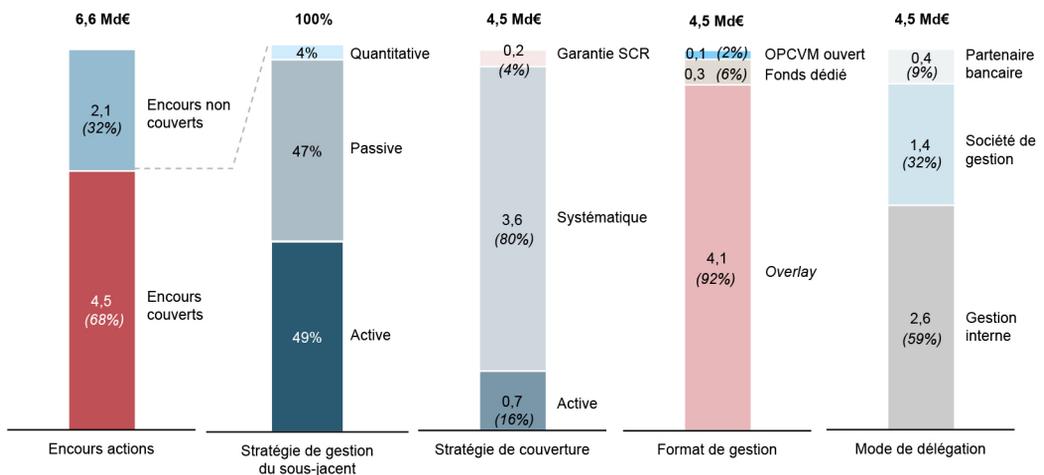


Sources : entretiens, analyses INDEFI.

*OBPI : Option-Based Portfolio Insurance **TIPP : Time Invariant Portfolio Protection.

Les investisseurs actifs couvrent les deux tiers de leur portefeuille actions. Ils privilégient les approches systématiques sur gestions actives ou passives et mettent en œuvre la solution eux-mêmes sous la forme d'*overlay* de couverture. Les couvertures classées comme « 100% systématiques » sont des programmes de couverture basés sur un processus de construction prédéfini et systématique de rachat d'options. Les approches de couverture discrétionnaires combinent un pilotage discrétionnaire de la couverture optionnelle à une stratégie systématique de base.

Figure 19 - Approches retenues par les investisseurs ayant mis en place une stratégie de couverture de leur portefeuille actions.



Sources : entretiens, analyses INDEFI.

« Nous avons analysé la mise en place de couverture sous la forme de trois options, en interne, via la délégation à un gérant externe ou par un partenariat directement avec une contrepartie bancaire. Notre choix s'est orienté sur la solution interne, parce que nous disposions de l'expertise, mais surtout car nous avons l'impression de perdre l'autonomie sur le pilotage de la couverture si nous déléguons à un gérant. »
Assureur

« Il est difficile de faire valider que la couverture d'une poche actions vienne en réduction de l'exposition en actions quand cette dernière est discrétionnaire et non pas systématique. »
Mutuelle

« Le risque de base est un vrai sujet, nous y avons remédié en choisissant un sous-jacent actions de format indiciel. » Assureur

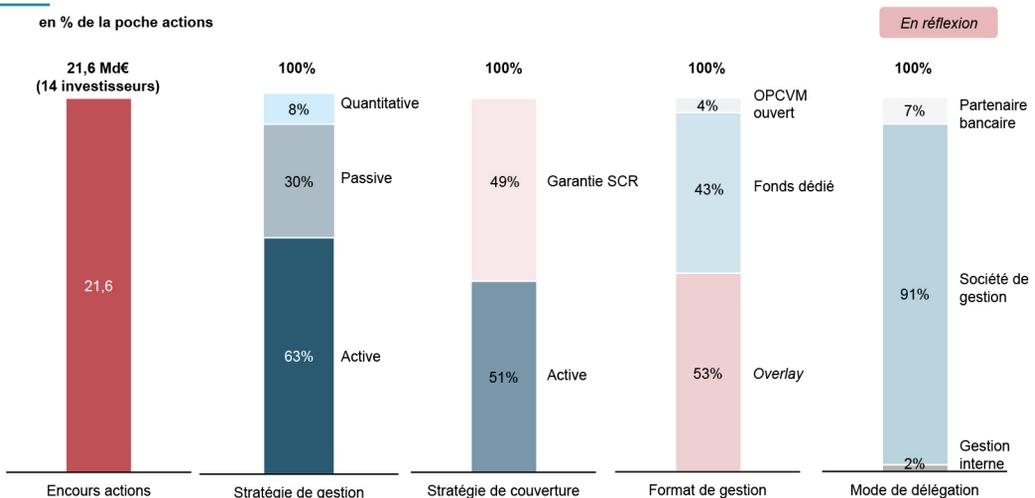
Le sous-groupe des observateurs, c'est-à-dire des investisseurs qui n'ont pas, à ce jour, franchi le pas, reste majoritaire (en nombre et actifs). De leur point de vue, le déséquilibre entre le coût financier anticipé de la couverture et l'économie en fonds propres afférente à la mise en œuvre de la stratégie apparaît comme le principal obstacle.

Pour autant, la plupart des investisseurs dans cette deuxième catégorie ont étudié les solutions envisageables ou continuent de les analyser.

Pour ces investisseurs, le choix d'une gestion sous-jacente active semble l'option préférée tant qu'elle répond aux contraintes de contrôle du risque de base. A la différence des investisseurs actifs, les institutions en réflexion se porteraient assez naturellement vers des solutions offrant des garanties (bancaires) explicites sur le niveau de SCR, s'assurant ainsi de leur éligibilité réglementaire. Ces dernières ont également l'attrait de la simplicité.

Les stratégies de couverture à base d'option sont les plus répandues. Certains investisseurs réfléchissent aux solutions d'assurance de portefeuille (de type TIPP) afin de piloter directement la part actions de façon systématique et pouvoir afficher une perte maximum par construction qui s'avère être favorable réglementairement. Ces solutions nécessitent un suivi de l'algorithme d'allocation au plus près et une documentation parfaite du modèle de calcul du SCR « standard » décourageant pour bon nombre d'investisseurs, afin d'éviter le risque de monétisation.

Figure 20 - Orientations des investisseurs en réflexion (analyse pondérée des encours actions).



Sources : entretiens, analyses INDEFI.

« Aujourd’hui, tout le monde parle d’overlay mais personne ne se demande s’il sera validé par le régulateur. Cela pourrait demain être assimilé à du modèle interne et tomber à l’eau. Avec une approche de garantie bancaire le fait d’avoir une garantie serait plus facilement opposable au régulateur car il y aurait moins de risque de requalification. » Assureur

« A l’heure actuelle, la question d’une couverture ne se pose pas sur la poche actions utilisant la clause transitoire sur les actions mais nous avons commencé à faire un tour d’horizon des différentes solutions de couverture proposées par les sociétés de gestion et les banques. A ce stade de l’analyse, nous privilégions le format overlay pour avoir un impact sur la couverture globale du portefeuille. Nous avons aussi regardé les offres avec un niveau de SCR garanti, sans grand intérêt, car nous avons le sentiment de perdre le contrôle de la gestion financière avec ce type d’offre packagée. » Mutuelle

Alors que la plupart des expérimentations ont été effectuées à ce jour sur les actions, du fait de son poids dans le SCR marché, les investisseurs convaincus évoquent le déploiement de cette approche à d’autres actifs, tels que le crédit ou les devises, les plus consommateurs de capital après le risque actions. Les approches de couverture envisagées sur le risque crédit sont aujourd’hui freinées par le risque de contrepartie induit par l’utilisation d’instruments principalement OTC. Cette tendance durable à la recherche de convexité pourrait aussi prendre la forme d’investissements renforcés en obligations convertibles.

« La mise en place d’une couverture sur la partie crédit est plus délicate. Je pense également que le coût en capital de cette poche est faible et ne nécessite donc pas tant de travail. » Institution de prévoyance

« Nous avons regardé à étendre la couverture initiée sur les actions sur d’autres actifs. On s’est vite arrêté sur le crédit (spread) car nous n’avons pas trouvé d’actifs listés. Et introduire un risque

de contrepartie devient ennuyeux sans parler de la directive EMIR qui rajoute de la complexité. Le sujet reste d’actualité cependant. » Institution de prévoyance

« On réfléchit à couvrir d’autres actifs que les actions mais c’est moins urgent et moins préoccupant car le risque de crédit est plus acceptable. » Assureur

« Solvabilité II nous a également contraints dans notre politique d’allocation sur des fonds en devises étrangères. Cela coûte très cher en SCR et nous a poussés à nous raccrocher à l’euro via des fonds couverts en devises. » Mutuelle

ENCART

L'intérêt des obligations convertibles sous Solvabilité II

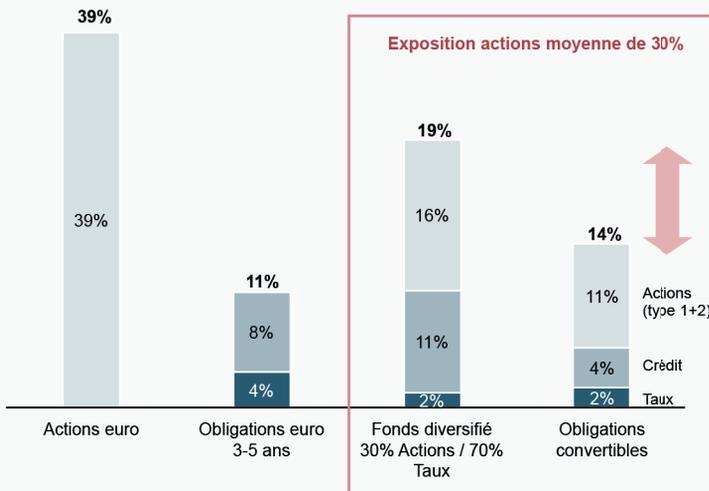
Les obligations convertibles apparaissent comme une solution élégante, permettant aux institutions de bénéficier de la progression des marchés actions, tout en mobilisant un quantum de fonds propres réglementaires inférieur.

Ces instruments ne font pas l'objet d'un traitement explicite dans la directive Solvabilité II. Leur analyse demande à l'assureur de déterminer l'exposition de l'obligation convertible à chacun des facteurs de risque retenus par la directive, puis d'appliquer les chocs de la formule standard ou ceux dédiés d'un modèle interne, pour en déduire les SCR actions, taux, devises et crédit (l'immobilier n'intervenant pas et le risque de concentration devant se calculer globalement) de chaque instrument concerné.

L'attrait principal des convertibles réside dans leur « convexité ». Pour en tenir compte, la bonne méthode consiste, en pratique, à recalculer le prix théorique de l'instrument *post choc* de chacun des facteurs de risque détaillés pour en déduire les différentes composantes du SCR de marché.

Du point de vue de l'actif seul (et il convient bien entendu que l'institutionnel intègre son passif dans l'analyse de l'intérêt de ces instruments sous Solvabilité II), la classe d'actifs offre une rémunération du capital relativement attrayante.

Figure 21 - Comparaison du SCR de l'indice Exane ECI Euro convertibles avec un portefeuille diversifié d'exposition actions équivalente



Sources : Sources : CPR AM, analyses INDEFI avec les Obligations euro 3-5 représentées par l'indice Merrill Lynch IG 3-5 ans et les Obligations convertibles représentées par l'indice Exane ECI Euro Convertibles

« C'est la convexité qui nous séduit dans cette classe d'actifs. » SAM

« Nous affectionnons particulièrement les obligations convertibles pour gérer notre exposition actions, elles représentent d'ailleurs actuellement une part importante de notre poche. » SAM

« Les obligations convertibles font partie intégrante de notre démarche d'optimisation de la poche actions, à la fois dans le cadre de Solvabilité II, mais aussi pour répondre à des contraintes comptables et fiscales » Mutuelle

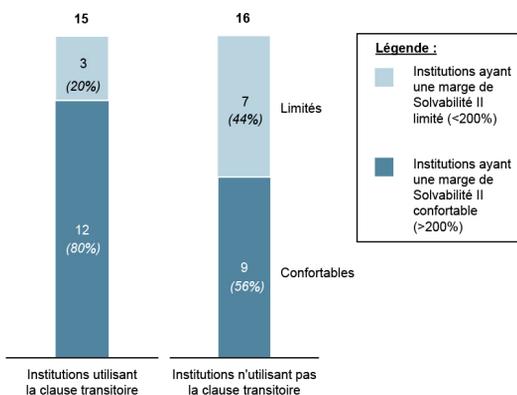
Les facteurs dissuasifs

Si les solutions actions couvertes attirent un nombre croissant d'investisseurs, on trouve néanmoins encore de nombreux réfractaires. Nous revenons ci-après sur les principaux freins à l'adoption de ces stratégies.

Pour la plupart, il s'agit d'assumer leur exposition actions directionnelle. Ils en ont les « moyens ». Ils ont simplement recours à la gestion tactique pour ajuster dynamiquement leur exposition au marché des actions.

Dans cette perspective, l'application de la clause transitoire sur les actions¹¹ ressort comme l'un des arguments phares qui amènent les institutions à ce choix. Dans notre panel, près de la moitié des investisseurs (48%) y ont recours.

Figure 22 - Investisseurs du panel classés en fonction de leur marge de solvabilité (confortable ou limitée) croisée avec l'utilisation de la clause transitoire actions sous Solvabilité II.



Sources : entretiens, analyses INDEFI.

« Le marché communique des niveaux de SCR qui ne sont pas comparables entre eux puisque certaines institutions appliquent la transitoire actions et d'autres non. Il n'y a aucune transparence sur qui a utilisé ou pas la transitoire actions. » Mutuelle

« Nous n'avons à ce jour pas trouvé d'intérêt quant à la mise en place d'une couverture sur la poche actions. Il faut dire que nous appliquons la mesure transitoire sur les actions et qu'il serait difficile même avec un overlay de faire mieux que les 22% de la mesure transitoire sur les actions. » Assureur

« La clause transitoire sur les actions ne nous incite pas à modifier notre stratégie de gestion sur les actions et nous laisse le temps d'appréhender les problématiques de couverture lorsque les conditions de marché seront plus favorables et que la couverture sera de fait moins coûteuse. » Mutuelle

Un second argument fréquemment avancé par les investisseurs est le coût des stratégies de couverture. Ce dernier est perçu comme trop élevé par rapport au gain anticipé.

« Nous avons fait le choix de ne pas mettre en place de couverture de notre poche actions car le coût rapporté au gain ne se justifiait pas. Nous préférons une gestion active avec une limite de volatilité qui permet une réduction de volatilité plus simple. » Assureur

« Nous avons regardé les offres de couverture mais nous les jugeons trop coûteuses, elles pénaliseraient les performances déjà faibles de la poche actions. » SAM

En troisième lieu, les réfractaires évoquent l'enjeu de l'éligibilité réglementaire (et notamment le risque de base induit par les stratégies d'actions couvertes). La nécessité de disposer d'un modèle interne partiel pour profiter pleinement de la réduction d'exposition et donc du SCR constitue

11- La mesure transitoire sur le risque actions est définie au II de l'article R.352-27 du code des assurances, qui transpose le 13^{ème} point de l'article 308ter de la Directive 2009/138/CE, site « Solvabilité II ». Elle est précisée par l'article 173 du règlement délégué (UE) n°2015/35, dit « niveau 2 », modifiée le 30 septembre 2015.

également un frein au déploiement de ces solutions.

« Nous ne sommes à ce jour pas certains que notre overlay soit reconnu par le régulateur comme un outil systématique qui viendra réduire le capital requis. En effet le cadre réglementaire est encore un peu flou à ce sujet. Nous verrons bien le moment venu. » Assureur

« Pour s'assurer de l'éligibilité de la couverture, nous avons mis en place un suivi fin du delta et de la tracking-error ex-ante entre le portefeuille et l'instrument de couverture. » Assureur

« A choisir entre une solution plus performante mais un risque de requalification et une solution un peu moins performante sans risque de requalification, on choisira la seconde solution. » Assureur

« Evoluant en modèle standard, je ne vois pas comment la mise en place d'une solution de couverture sur notre poche actions pourrait être validée par le régulateur. » Mutuelle

La concurrence des stratégies de gestion à volatilité réduite (ex : minimum variance, smart beta, etc.) détourne les investisseurs des stratégies d'actions couvertes, même si celles-ci n'apportent en modèle standard aucune optimisation réglementaire. Dans ce cadre, certains réfléchissent à combiner ces stratégies actions à volatilité réduite avec un portefeuille d'options de couverture dont le coût financier serait ainsi réduit.

« Nous ne sommes pas intéressés par les solutions actions couvertes, nous leur préférons les stratégies de type minimum variance. » Institution de prévoyance

« Nous commençons à introduire cette stratégie dans notre poche actions. Mais en modèle standard, ces fonds n'apportent aucun gain en capital, il faudrait passer en modèle semi-interne pour profiter d'un gain en SCR. » Assureur

Enfin, pour plusieurs institutions, le recours aux produits dérivés dans les stratégies de couverture pose problème et elles préfèrent se tenir à l'écart de cette vague.

ENCART

Le risque de base

Pour être reconnues en modèle standard par le régulateur, et ainsi compter à plein dans la réduction de la charge en capital, les couvertures mises en place par les assureurs doivent répondre aux préconisations de la Directive exprimées dans le paragraphe « Techniques d'atténuation du risque¹²».

Le risque de base est présent dans les situations où :

- l'exposition couverte par la technique d'atténuation des risques n'est pas de nature similaire à celle de l'exposition au risque analysé ;
- les modifications de la valeur de l'exposition couverte par la technique d'atténuation du risque ne reflètent pas les modifications de la valeur de l'exposition au risque analysé pour un ensemble complet de scénarios de risque.

« La technique d'atténuation du risque est considérée comme comprenant un risque de base important si l'évaluation de son importance au travers de critères de matérialité, de nature des expositions, et de variations de valeurs selon des scénarios de risque prédéfinis ne fournit pas suffisamment de preuves démontrant que les modifications de la valeur de l'exposition couverte par la technique d'atténuation du risque reflètent la totalité des modifications importantes de la valeur de l'exposition de l'entreprise au risque concerné. » (Source : Notice Solvabilité II¹²)

L'enjeu d'éligibilité est donc majeur pour les investisseurs en modèle standard. Malgré la prime accordée aux gestions surperformantes, le risque de requalification des couvertures par le régulateur pourrait les pousser à favoriser des solutions à risque de base maîtrisé.

12- Précisées dans la « Notice Solvabilité II : calcul du SCR en modèle standard » publiée le 17/12/2015 par l'ACPR.

Figure 23 - PANEL INTERROGÉ

Investisseurs institutionnels* (31)			
Assureurs (6)	SAM (7)	Mutuelles (12)	Institutions de Prévoyance (6)
Ageas CA Assurances CCR Coface Prepar Vie Sada Assurances	Groupama Groupama Loire Bretagne L'Auxiliaire MAIF Monceau Assurances Mutuelle Fraternelle d'Assurances SMACL Assurances	Apreva Groupe Pasteur Mutualité M comme mutuelle MAF MG MGEFI MGEN MGP - Mutuelle Générale de la Police MutRé SMI UMR UNEO	Apicil Agira Humanis IRP Auto KLESIA OCIRP PRO BTP

Note : * Sous-segmentation du Baromètre Institutionnels d'INDEFI Market Research.
Sources : entretiens, analyses INDEFI.



03



SYNTHÈSE DE L'ÉTUDE PAR INDEFI



Par **Agnès Lossi**, et **Richard Bruyère**
Directeurs associés INDEFI

La Directive Solvabilité II modifie en profondeur le pilotage actif - passif des institutions en introduisant dans la gestion assurantielle un nouveau paramètre, le niveau de capital réglementaire requis (SCR), dont l'évaluation s'appuie sur une mesure du bilan en valeur économique.

Les entretiens menés au cours du second trimestre 2016 ont mis en lumière les évolutions actuellement en cours, sous l'effet de ce changement réglementaire, au niveau de la gestion des placements financiers. On les retrouve, à la fois au sein de la gestion du cœur de portefeuille mais également dans le cadre des « placements de performance ».

Au niveau du cœur de portefeuille, l'impératif de recherche de rendement se traduit par un accroissement progressif de la délégation assurantielle, à deux niveaux :

- La grande majorité des investisseurs a recours à de nouvelles classes d'actifs (non coté, dette privée, haut rendement, etc.), qu'ils confient, faute de compétences propres, à des prestataires spécialisés ;
- Les institutions de taille modeste envisagent de plus en plus fréquemment la délégation comme une réponse appropriée, ce mouvement étant, de surcroît, renforcé par la Complexité réglementaire.

Dans cette perspective, le cadre de la relation entre institutions et sociétés de gestion est amené à évoluer au travers de l'intégration de nouvelles contraintes (au premier rang desquelles le SCR, à la fois *ex-post* et *ex-ante*, dans une moindre mesure les normes IFRS) et des attentes renforcées en matière de « prestations intégrées ».

Dans le domaine des placements de performance, l'enquête a confirmé l'opportunité de marché pour les solutions d'investissement « Solvabilité II », notamment en matière de couverture des risques actions.

L'enjeu principal pour ces investisseurs réside en effet dans le maintien du niveau des allocations en placements de performance dans un environnement de taux négatifs et dans le respect des contraintes de consommation de fonds propres. Les solutions à risque maîtrisé sur la poche actions sont vues comme l'option privilégiée afin de maintenir le niveau des allocations actuelles, dans un environnement de taux pénalisant.

Ces dernières combinent différentes stratégies de gestion et de couverture. Elles sont à l'étude par près des deux tiers des investisseurs sollicités dans le cadre du panel. La forme dédiée, fonds ou mandat overlay, est favorisée par la plupart des grands investisseurs.

Le recours à ces solutions est motivé par l'optimisation économique (et tout particulièrement la baisse de la volatilité), le pilotage comptable et bien sûr l'efficacité en matière de charge en capital. Il convient également de noter que ces stratégies se diffusent à l'ensemble du marché institutionnel, y compris auprès d'institutions non soumises à Solvabilité II. Ces dernières envisagent la couverture de leur portefeuille actions dans un objectif de gestion de risques.

Au-delà des évolutions en termes de pratiques de gestion, les institutionnels expriment des attentes claires vis-à-vis de leurs prestataires, aussi bien en termes de performance de la gestion mise en œuvre qu'au niveau de l'accompagnement proposé sur l'ensemble du processus de gestion

La Directive Solvabilité II rebat les cartes de la compétitivité pour les sociétés de gestion. Parallèlement à l'enjeu principal de génération de performances financières durables et adaptées au contexte de marché, le niveau de services, la connaissance des réglementations et les capacités d'innovation deviennent déterminantes afin de répondre aux attentes des assureurs et institutions de prévoyance.

04

EXPERTISES & SOLUTIONS POUR RÉPONDRE AUX EXIGENCES DE **SOLVABILITÉ II** PAR **CPR AM**

4.1

SERVICES :
L'ACCOMPAGNEMENT DANS LE CADRE DE
SOLVABILITÉ II

4.2

CONSEIL :
L'ALLOCATION D'ACTIFS SOUS SOLVABILITÉ II

4.3

SOLUTIONS :
A- LES ACTIONS PROTÉGÉES
B- LES OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Par **Noémie Hadjadj-Gomes**,
Ingénieure Recherche -
Responsable des projets taux
et assurance CPR AM

et **Laura Gesret-Jubin**,
Ingénieure Recherche CPR AM

4.1

SERVICES : L'ACCOMPAGNEMENT DANS LE CADRE DE SOLVABILITÉ II

UNE OFFRE DE SERVICES À DESTINATION DE NOS CLIENTS SOUMIS À SOLVABILITÉ II

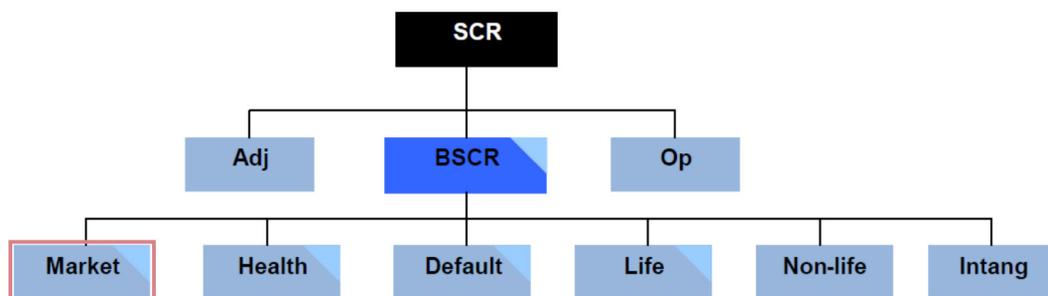
Depuis le 1^{er} janvier 2016, les assureurs et mutuelles sont soumis aux règles de Solvabilité II, avec de nouvelles exigences en matière de gestion des risques et de reporting.

Le ratio de solvabilité calculé par les compagnies d'assurance doit désormais tenir compte non seulement des engagements de l'assureur vis-à-vis de ses assurés, comme c'était déjà le cas sous Solvabilité I, mais également de nouveaux types de risques, parmi lesquels le risque de marché. Ainsi l'une des composantes du SCR (pour Solvency Capital Requirement) de l'assureur est le SCR Marché (Figure 1), et tient compte des risques financiers auquel fait face l'assureur, en particulier le risque de taux, que ce soit à l'actif ou au passif de son bilan, le risque actions, le risque de change, le risque de crédit, le risque de concentration. C'est pourquoi les sociétés de gestion doivent dorénavant tenir compte des contraintes liées à

Solvabilité II dans les services qu'elles proposent et dans leurs solutions à destination des assureurs et des mutuelles, afin de mieux les accompagner dans leurs nouvelles obligations réglementaires.

Dans cet objectif, **nous avons développé depuis 2010 au sein de CPR AM une offre pour répondre aux exigences des trois piliers de Solvabilité II¹**. Au-delà du Pilier 3, pour lequel les sociétés de gestion sont naturellement sollicitées pour fournir les inventaires transparisés et enrichis des fonds, nous accompagnons également nos clients dans le cadre du Pilier 1, en calculant les indicateurs de risque au sens Solvabilité II sur nos portefeuilles. Nous aidons également les assureurs dans le cadre plus large du Pilier 2 en faisant évoluer les portefeuilles, intégrant leurs nouveaux besoins liés à cette réglementation, notamment une étude plus globale des investissements et des risques à un horizon stratégique.

Figure 1 - Arborescence du SCR en formule Standard



Source : EIOPA, Technical Specification for the Preparatory Phase - Avril 2014

1- Pour rappel :

- Pilier 1 : exigences quantitatives – notamment calcul du Solvency Capital Requirement, du Minimum Capital Requirement
- Pilier 2 : exigences qualitatives en termes de gouvernance et de gestion des risques
- Pilier 3 : exigences en matière de reporting et de diffusion des informations

I. NOUS ENVOYONS À NOS CLIENTS LES INVENTAIRES DE NOS FONDS AU FORMAT DU CLUB AMPÈRE²

Les assureurs doivent transmettre au régulateur, à un rythme trimestriel, un certain nombre d'états financiers. Parmi eux figurent notamment un état sur les actifs détenus et un état sur les dérivés contractés par l'assureur en direct ou *via* un intermédiaire. Afin de compléter ces états, nécessaires au calcul du ratio de solvabilité, la société de gestion doit transmettre à son client soumis à Solvabilité II les inventaires de tous les fonds dans lesquels il est investi, en appliquant le principe de transparence, c'est-à-dire en désopilant tous les inventaires lorsque le fonds est lui-même investi dans d'autres portefeuilles. Toutes les lignes ainsi obtenues doivent également être enrichies de l'ensemble des caractéristiques permettant d'établir des calculs précis sur l'instrument, par exemple, sa devise, sa maturité, son niveau de sensibilité taux, son exposition aux marchés actions, etc.

Le format d'envoi des données aux assureurs est conforme à la matrice tripartite mise en place par le Club Ampère², dont la dernière version a été publiée en octobre 2015.

Pour faciliter le travail de certains assureurs, qui établissent une estimation des indicateurs de risque à partir de données agrégées sur leur exposition à chacun des facteurs de risque, nous sommes en mesure de fournir des données, agrégées par fonds, en termes de sensibilités aux facteurs de risque, qui pourront contribuer aux estimations des composantes de SCR Marché calculées par l'assureur.

A noter que ce service est également proposé par les dépositaires et valorisateurs, puisqu'ils disposent des inventaires des fonds.

II. NOUS FOURNISSONS À NOS CLIENTS UN REPORTING DÉTAILLÉ SUR LE SCR MARCHÉ DE NOS FONDS ET MANDATS

Nous accompagnons nos clients soumis à la directive Solvabilité II en fournissant, pour chacun de nos fonds ou mandats, une estimation du calcul du SCR Marché à l'échelle du fonds, conforme à notre interprétation de la **formule standard** publiée par la Commission européenne. Nous fournissons le détail des composantes du SCR Marché, que l'institutionnel pourra consolider avec les briques du SCR Marché des autres éléments de son bilan, ainsi que le SCR Marché, indicatif, estimé pour le fonds (Figure 2). Dans le cas d'assureurs non-vie, à partir de la séquence des flux du passif, il nous est également possible de fournir une estimation du calcul d'un SCR Marché agrégé, tenant compte de l'absorption du risque de taux par le passif.

Figure 2 - Reporting SCR Marché de notre fonds d'actions protégées sur la zone euro au 30/09/2016

Composantes du SCR Marché du fonds	
SCR Actions	
SCR Actions Type 1	25,21%
SCR Actions Type 2	0%
SCR Actions	25,21%
SCR Taux	
SCR Taux Up	0,21%
SCR Crédit	
SCR Crédit	0,04%
SCR Change	
SCR Change	0%
SCR Marché agrégé au niveau du fonds	
SCR Marché	25,24%
SCR Marché Up	25,24%
SCR Marché Down	25,24%

Source : Recherche CPR AM

2- Le Club Ampère, créé en octobre 2007, est un groupe de réflexion composé de spécialistes de la mesure de performance et du reporting financier dans le domaine de la gestion d'actifs (www.clubampere.org/) et travaille depuis 2012 sur les échanges d'informations entre sociétés de gestion et assureurs dans le cadre de Solvabilité 2.

Le SCR Marché est communiqué à nos clients soumis à Solvabilité II et disponible dans les outils de gestion

Nous avons fait le choix de calculer le SCR Marché de nos fonds à l'aide de notre **outil propriétaire**, étendu aux fonds du *Groupe Amundi*. Les inventaires des fonds, la composition des indices et les données de marché sont alimentés par le référentiel du Groupe, faisant ainsi l'objet de contrôles à plusieurs niveaux. Toutes les données nécessaires aux calculs, ainsi que les composantes du SCR Marché, sont également stockées, dans un objectif de traçabilité et d'auditabilité.

Notre outil de calcul du SCR Marché répond à un double objectif : l'envoi de reportings SCR Marché aux clients à un rythme trimestriel ou mensuel, et l'accès des gérants au SCR Marché de leurs fonds en quotidien. Au-delà de la nécessité de suivre l'évolution du SCR Marché et de ses composantes au niveau du fonds, ces indicateurs présents dans les outils de gestion permettent également de simuler la modification, l'ajout ou la suppression d'une ligne, afin d'en quantifier l'impact sur le niveau de SCR Marché du fonds avant tout passage d'ordre.

Un calcul précis de l'impact des chocs extrêmes

Le SCR Marché calculé à l'échelle du fonds représente l'impact, sur la valorisation du portefeuille, de chocs extrêmes sur les différents facteurs de risque. Il est calculé en corrélant plusieurs briques, chacune calculée de façon indépendante, correspondant à l'impact sur le fonds d'un choc sur un facteur en particulier, par exemple un choc sur les cours des actions, un choc sur les courbes de taux (Figure 3). Notre outil de calcul de SCR Marché fournit également une estimation du SCR Concentration à l'échelle du portefeuille, purement indicative car cette donnée n'est pertinente qu'à l'échelle de l'ensemble des actifs de l'assureur (cette donnée n'est pas agrégable entre les positions).

Pour chaque brique, l'impact est calculé au niveau instrument, puis agrégé sur l'ensemble des positions du fonds, en fonction du poids de chaque ligne. Dans la mesure du possible, nous appliquons ce calcul au niveau instrument pour les **instruments détenus en direct, mais également en transparence** pour les positions *via* d'autres fonds, lorsque l'outil dispose des inventaires en question (c'est le cas des fonds du Groupe Amundi).

Figure 3 - Extrait de notre méthodologie du SCR Marché en formule standard

Le **SCR Marché** correspond au maximum des SCR Marché Up et Down, qui s'obtiennent par corrélation matricielle de leurs différentes composantes.

Ici, on fournit un SCR Marché sans prise en compte du SCR Concentration, non agrégeable entre les différentes positions de l'assureur.

Les composantes du SCR Marché, détaillées ci-dessous, correspondent à l'impact des différents chocs sur la valorisation du fonds.

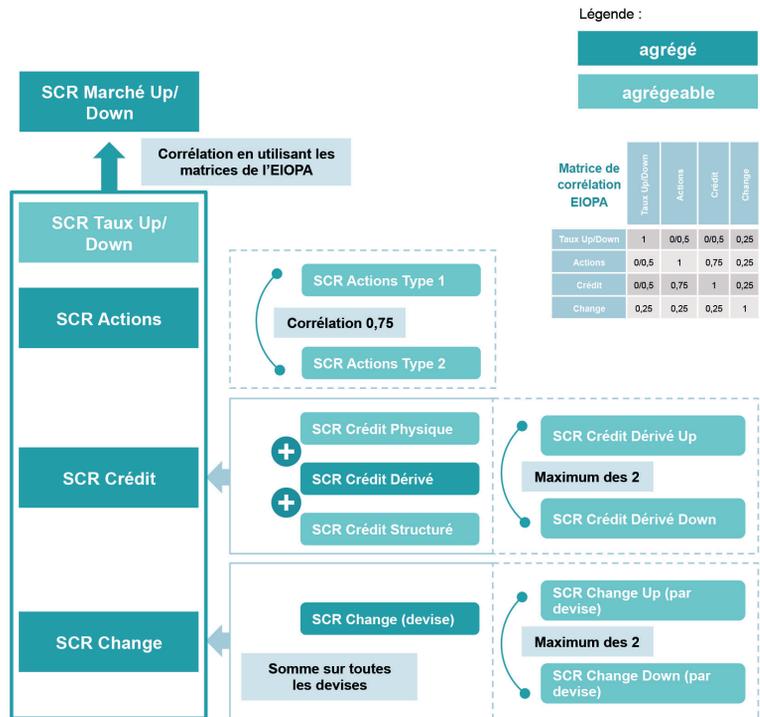
Le **SCR Taux Up/Down** représente l'impact d'un choc à la hausse/ à la baisse sur la courbe de taux swap de chaque devise.

Le **SCR Actions Type 1 (resp. Type 2)** représente l'impact d'un choc à la hausse/ à la baisse sur le cours des actions de type 1 (resp. Type 2).

Le **SCR Crédit** représente l'impact de chocs sur les courbes de spreads de crédit, en fonction du rating et de la sensibilité :

- à la hausse pour le crédit dérivé
- à la hausse ou à la baisse pour le crédit physique ou structuré

Le **SCR Change Up (resp. Down)** représente l'impact d'un choc à la hausse (resp. baisse) sur chaque parité de change contre la devise de l'assureur.



Source : Recherche CPR AM

Notre calcul des composantes du SCR Marché au niveau instrument suit l'une des trois méthodes détaillées ci-après (Figure 4).

Figure 4 - Méthodes de calcul des composantes du SCR Marché implémentées dans notre outil de calcul

Revalorisation précise pour les instruments détenus en direct ou en transparence

Chaque instrument est valorisé avant et après application des chocs extrêmes, ce qui permet de tenir compte des profils non-linéaires de certains instruments.

Exemples : les options vanilles, les obligations dont les titres convertibles, les futures de taux, etc

Si la revalorisation n'est pas possible :

Approximation à l'aide des expositions aux différents facteurs de risque (à l'ordre 1, voire à l'ordre 2)
Le calcul est effectué à partir des expositions de l'instrument à chaque facteur de risque, lorsqu'elles sont disponibles.

Exemples : les composantes du SCR Marché des ETF et swaps de performance sont calculés à partir des expositions de l'indice sous-jacent.

Sinon, en dernier recours :

Application d'un forfait

En dernier recours, un choc maximal forfaitaire (choc actions Type 2) est appliqué. Il est compris entre 39% et 59% en fonction de l'ajustement symétrique.

Exemples : les fonds externes non transparisés sont forfaitisés.

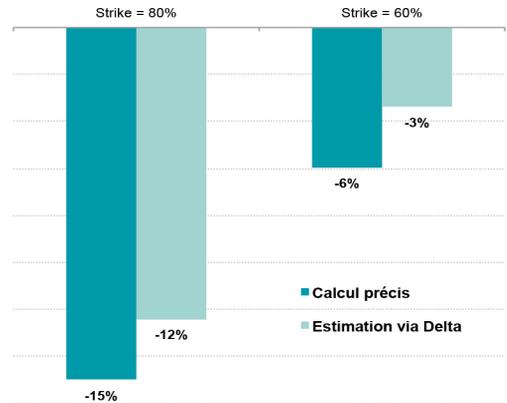
Source : Recherche CPR AM

L'ampleur des chocs pour le calcul du SCR Marché en formule standard, calibrés par le régulateur de façon à représenter une VaR 99,5% à horizon 1 an, justifie selon nous la **revalorisation précise**, avant et après chocs, de chaque instrument **pour calculer l'impact du choc**. Une approximation de l'impact des chocs à l'aide des sensibilités ne tient pas compte des non-linéarités de l'instrument, et l'erreur commise est d'autant plus importante que les chocs sont forts. C'est pourquoi notre outil de calcul revalorise l'instrument avant et après application du choc lorsque le type d'instrument le permet et que les données (données de marché ou caractéristiques) sont disponibles, afin de quantifier précisément la perte encourue dans le scénario de risque considéré.

Les instruments qui offrent une exposition convexe à un marché bénéficient de ce traitement précis, par exemple les options de vente sur les marchés actions ou les obligations convertibles, qui sont moins exposées à la baisse qu'à la hausse des marchés actions. L'achat d'une option de vente permet, lorsque la couverture vérifie les conditions demandées par la directive, détaillées ci-après, une réduction de SCR Marché. C'est par exemple le cas d'une option de vente sur actions, qui permet d'atténuer l'impact du choc actions sur le portefeuille. Une estimation à l'aide du delta de l'option sous-estime le gain de SCR Actions car elle ne tient pas compte de la convexité de l'instrument (Figure 5).

Lorsque nous ne disposons pas du moteur de calcul de prix pour un type d'instrument, ou que les données de marché ou les caractéristiques instrument ne sont pas complètes, nous utilisons une **approche par sensibilités** pour estimer l'impact des chocs. Notre outil de calcul permet d'estimer l'impact à partir des sensibilités à l'ordre 1 et à l'ordre 2, ce qui permet d'avoir une approximation satisfaisante, même pour les instruments convexes. Nous utilisons notamment la sensibilité taux des obligations, le delta et, éventuellement le gamma, des options sur actions et obligations convertibles.

Figure 5 - Impact sur le SCR Actions de l'achat d'une option de vente



Source : Recherche CPR AM

Ces données ne sont toutefois pas disponibles pour l'ensemble des instruments. Nous avons en particulier recours à cette méthode pour les ETF, pour lesquels le SCR Marché est estimé à partir des données de l'indice sous-jacent, ou encore pour des obligations convertibles lorsque nous avons uniquement les sensibilités au marché actions à l'ordre 1 et 2, à savoir le delta et le gamma. A noter que, conformément aux Actes Délégués de la Commission européenne, l'assureur peut se dispenser de transcrire jusqu'à 20% de son actif si cela est trop fastidieux ou coûteux et que dans ce cas cette approche pourra être utilisée en raisonnant sur l'allocation d'actifs cible du ou des portefeuilles concernés.

En dernier recours, pour les instruments que l'on ne peut ni revaloriser, ni représenter par leur exposition aux différents facteurs de risque, ou pour les fonds que l'on ne peut pas voir en transparence, **nous appliquons un choc forfaitaire**, correspondant au choc appliqué aux actions hors zone OCDE ou Espace Economique

Européen, compris entre 39% et 59% en fonction de l'ajustement symétrique actions, comme le préconise la directive Solvabilité II.

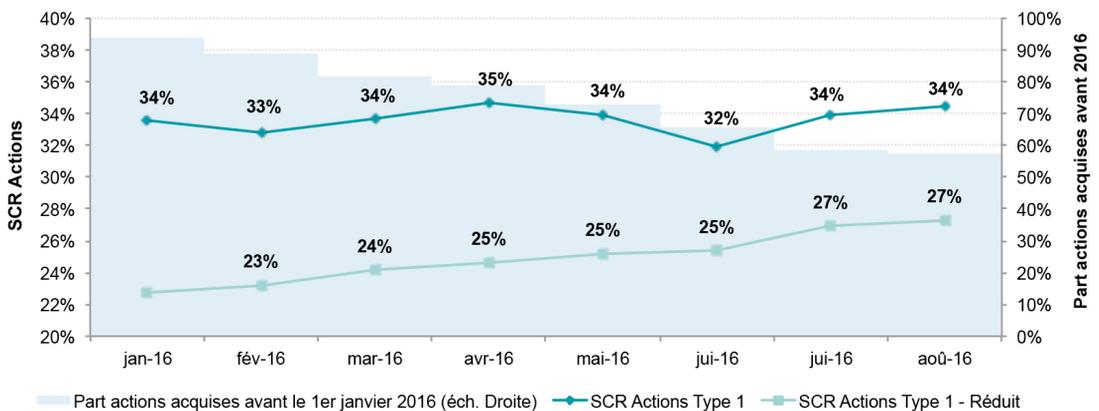
Afin de refléter de la façon la plus juste les risques extrêmes des fonds, notre outil de calcul prend également en compte les instruments de couverture, s'ils sont reconnus au sens Solvabilité II, afin de réduire le SCR Marché, notamment via le SCR Actions.

Pour que la réduction soit effective et totale, il faut que la position remplisse les conditions indiquées dans la section « Techniques d'atténuation du risque » de la directive, notamment un risque de base « non matériel » entre le panier d'instruments couverts et les instruments de couverture, une couverture en place pour au moins 12 mois (dans le cas contraire, un prorata temporis est appliqué si la couverture a une maturité plus faible), et contractée avec une contrepartie notée au moins BBB (se référer à l'article en page 57 sur les Actions protégées pour plus de détails sur les couvertures actions).

La réduction de SCR est rendue possible par le paramétrage des positions de couverture par le gérant : il indique dans ses outils les positions de couverture et doit s'assurer de la légitimité de la couverture au sens de la réglementation et être en mesure de justifier un risque de base non matériel, le choix de la maturité de la couverture, etc.

A noter que nous proposons en complément de notre reporting SCR Marché « classique », pendant la période d'application de la mesure transitoire actions, une estimation du SCR Actions réduit, que nous calculons à l'aide du taux de rotation du portefeuille, disponible à un rythme mensuel (Figure 6).

Figure 6 - SCR Actions d'un fonds actions zone euro depuis l'entrée en vigueur de Solvabilité II en janvier 2016 avec et sans application de la mesure transitoire action



Source : Recherche CPR AM

IV. NOUS ACCOMPAGNONS LES ASSUREURS DANS L'ÉVOLUTION DE LEURS INVESTISSEMENTS

Face à cette nouvelle directive, les assureurs doivent faire évoluer leurs investissements, en tenant compte non seulement des anticipations de performance et de volatilités pour chacune des classes d'actifs, mais également de leur niveau de SCR Marché pour intégrer leur coût en capital réglementaire. A noter que certaines composantes du SCR Marché peuvent être très volatiles, c'est par exemple le cas du SCR Actions, puisque le choc dépend non seulement du pays de l'émetteur de l'action, mais également de la position dans le cycle actions. Ainsi le choc pour une action européenne peut varier entre 29% et 49%, en tenant compte de l'ajustement symétrique, ou *dampener*. Le SCR Taux peut aussi varier de façon importante lorsque les niveaux de taux sont élevés, puisque des chocs sont appliqués en relatif sur la courbe de taux swap zéro-coupon de chaque devise. Toutefois, au regard des niveaux de taux extrêmement bas actuellement, le choc à la hausse sur chaque courbe est fixé par le régulateur à 1% en absolu, le niveau de SCR Taux reste donc stable.

Afin de tenir compte de cette variabilité, nous fournissons à nos clients des **anticipations de chocs réglementaires Solvabilité II** selon différents scénarios. A titre d'exemple, nous fournissons le niveau de choc actions anticipé dans nos scénarios de marché, mis à jour chaque mois et implémentés dans notre modèle d'allocation d'actifs. Nous disposons ainsi de **projections du SCR Marché au niveau d'un portefeuille ou d'une allocation cible dans chaque scénario anticipé** (Figure 7).

Figure 7 - Chocs actions anticipés dans nos scénarios macro-économiques (Actions de type 1)



En complément du SCR Marché instantané du fonds, nous disposons ainsi d'éléments permettant de prévoir l'évolution de celui-ci, notamment par les anticipations des chocs réglementaires, et par la fonctionnalité de simulation de SCR Marché présente dans nos outils de gestion. Ces informations sont essentielles dans le cadre du Pilier 2 de la réglementation, qui vise à étudier les risques de l'assureur de façon globale et à un horizon stratégique.

Notre appropriation de la réglementation et les outils développés en interne nous permettent depuis plusieurs années d'accompagner les assureurs face aux défis de Solvabilité II.

Notre connaissance des fonds, des besoins de l'assureur, et notre maîtrise des process de gestion sont autant d'atouts pour proposer des solutions adaptées aux nouvelles contraintes des clients assureurs.

Nous intervenons non seulement pour aider nos clients à répondre à leurs nouvelles obligations réglementaires, mais également pour faire évoluer leurs placements dans un contexte financier complexe, où la recherche du meilleur couple rendement / risque doit désormais intégrer la notion de coût en capital.

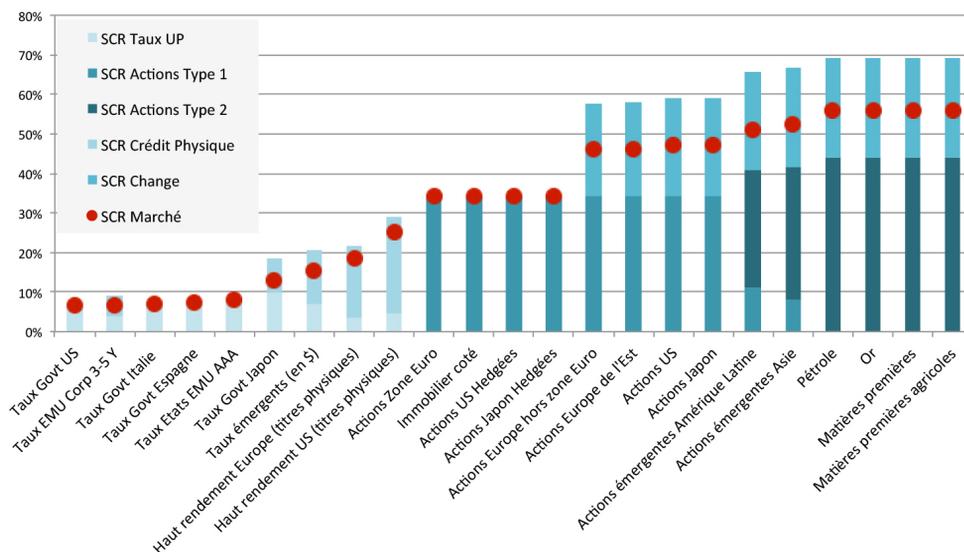
ALLOCATION D'ACTIFS : COMMENT S'ADAPTER AUX NOUVELLES CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES ?

I. LA DIRECTIVE SOLVABILITÉ II INTRODUIT UN NOUVEL INDICATEUR DE RISQUE POUR LES ACTIFS FINANCIERS : LE SCR MARCHÉ¹

Certaines classes d'actifs sont très pénalisées par Solvabilité II : c'est le cas notamment du crédit haut rendement, des actions et des matières premières, surtout si elles ne sont pas libellées en euros. Au regard de leur potentiel de performance attractif, notamment dans l'environnement de taux actuel, il serait dommage que leur poids dans les allocations d'actifs des assureurs ne soit dicté que par leur coût en capital...

Mais au-delà du niveau, c'est la variabilité du SCR Marché qui peut finalement s'avérer la plus pénalisante... C'est le choc actions qui est le plus variable, puisqu'il varie entre 29% et 59% en fonction du type d'actions et de la tendance des marchés à 3 ans, et il ne bénéficie pas d'une compensation directe au passif, contrairement au choc taux (hors capacité d'absorption du passif par le mécanisme de participation aux bénéfices et les impôts différés). Sur les taux, les chocs sont également variables puisqu'ils sont fonction

Figure 1 - SCR Marché des indices traditionnellement utilisés en allocation d'actifs



Source : Recherche CPR AM, Mai 2016

1- Le SCR Marché désigne le montant de capital réglementaire que les compagnies d'assurance doivent détenir en face de leurs expositions aux différents facteurs de risque de marché, à l'actif et au passif, depuis la mise en place de Solvabilité 2, le 1er janvier dernier

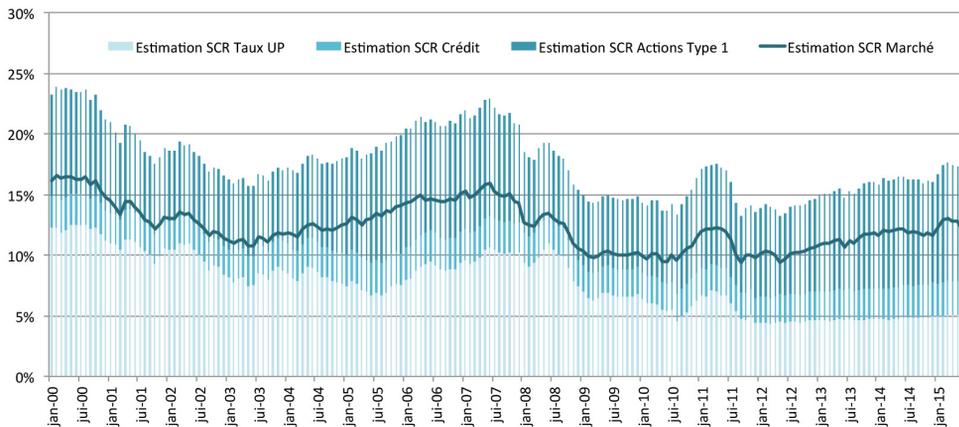
2- Hors capacité d'absorption du passif par le mécanisme de participation aux bénéfices et les impôts différés

du niveau des taux (le SCR Taux UP d'un indice d'obligations souveraines françaises de maturités comprises entre 7 et 10 ans est autour de 8% aujourd'hui, contre 17% en 2000), mais si l'actif est bien adossé au passif, l'impact sur le SCR Taux du bilan est résiduel. A l'échelle d'un portefeuille, si on considère une allocation stratégique inchangée (20% d'actions européennes, 40% de taux d'Etat français, 40% de crédit corporate), le SCR marché à l'actif peut évoluer du simple au double au fil

des années ! Cette variation serait bien entendu atténuée notamment par l'intégration du SCR Taux du passif.

Cette double problématique de niveau et de variabilité du SCR Marché définit un nouveau cadre pour l'allocation d'actifs des compagnies d'assurance soumises à Solvabilité II, dans lequel le SCR Marché devient un indicateur essentiel.

Figure 2 - SCR Marché d'un portefeuille composé de 20% d'actions européennes, 40% d'OAT 7-10 ans et 40% de crédit corporate A



Source : Recherche CPR AM, Mai 2016

II. LE SCR MARCHÉ : UN NOUVELLE CONTRAINTES DANS L'ALLOCATION D'ACTIFS

C'est là où la prudence est de mise : il ne s'agit pas de remplacer les indicateurs de risque traditionnels par le SCR Marché, car cela reviendrait à faire de l'optimisation réglementaire, au risque de dénaturer l'intérêt financier de l'allocation d'actifs. Par exemple, pendant la crise de la zone euro en 2011, minimiser le SCR Marché aurait conduit à ne pas faire de distinction entre la dette allemande, italienne, ou même grecque, ce qui n'était absolument pas pertinent financièrement...

En outre, le SCR est à analyser au regard des autres éléments du bilan : à l'échelle du bilan

de l'assureur, l'objectif n'est pas de minimiser le SCR mais de maximiser le ratio de solvabilité, et à l'échelle d'une allocation d'actifs, l'objectif n'est pas de minimiser le SCR Marché, mais de maximiser le couple performance/risque, tout en contrôlant le SCR Marché.

Il est donc important de conserver les indicateurs de risque traditionnellement utilisés en allocation d'actifs, c'est la raison pour laquelle le SCR Marché est intégré comme une contrainte supplémentaire dans notre modèle d'allocation.

III. NOTRE APPROCHE MULTI-SCÉNARIOS : UNE RÉPONSE A LA PROBLÉMATIQUE DE VARIABILITÉ DU SCR MARCHÉ

Notre modèle propriétaire d'allocation d'actifs est basé sur une approche multi-scénarios, qui offre une meilleure modélisation de l'incertitude des marches financiers grâce à la prise en compte de plusieurs scénarios probabilisés, sur un horizon tactique (de 3 mois à 1 an).

La plupart du temps, nous avons un scénario central et entre 1 et 3 scénarios adverses, en fonction de l'environnement de marché, chacun étant affecté d'une probabilité de réalisation. Les scénarios reflètent les vues des équipes de gestion, stratégie et recherche de CPR AM sur chacune des classes d'actifs, et se déclinent en performances anticipées, volatilités et corrélations. Nos scénarios sont identifiés et probabilisés par nos équipes en fonction des conditions de marché. A noter que cette approche est différente des milliers de scénarios stochastiques diffusés dans les approches de type Monte-Carlo, dont le calibrage et la pertinence sont parfois délicats (compatibilité des modèles avec des scénarios de taux négatifs, intégration d'un plancher sur les niveaux de taux, corrélations pouvant évoluer entre les différentes classes d'actifs, etc).

L'utilisation d'un modèle avec prévisions est primordial pour que l'intérêt financier prédomine sur la contrainte de SCR Marché, car cela permet de pouvoir hiérarchiser les différentes classes d'actifs en fonction des conditions de marché et non en fonction de leur coût en capital.

Par exemple, en février 2015, alors que les perspectives de rendement et de risque étaient défavorables sur les actifs souverains, notre modèle plébiscitait les actions européennes, le crédit haut rendement et les devises non adossées malgré leur coût en capital, et proposait dans ce cas de ne pas être investi à 100% pour réduire le SCR Marché, plutôt que de modifier l'allocation pour aller chercher des obligations souveraines,

dont le coût en capital est bien moindre. C'est donc bien l'intérêt financier qui l'emporte sur la contrainte de SCR Marché !

Cette modélisation multi-scénarios s'inscrit parfaitement dans la philosophie de la réglementation Solvabilité II. En effet, elle permet de contrôler le niveau de SCR Marché, non seulement en date spot mais également sur un horizon plus long, et dans différentes conditions de marché (*via* des projections de SCR Marché, décrites en annexe), ce qui rejoint l'un des objectifs de l'ORSA³ qui est de s'assurer que les besoins en fonds propres sont respectés à tout moment.

Une des limites du modèle est la difficulté d'y intégrer directement le passif de l'assureur. Ce n'est possible que lorsque le passif peut se résumer à une grille de sensibilités aux taux indépendante de l'actif, ce qui n'est pas le cas en assurance-vie car le mécanisme de participation aux bénéficiaires complexifie la modélisation.

Les contraintes de SCR Marché peuvent porter sur le SCR Marché global (hors risque de concentration, qui dépend de la sélection des titres dans le portefeuille, et qui ne se mesure pas au niveau de l'allocation) ou sur l'une ou plusieurs de ses composantes. Par exemple, nous pouvons également fournir des allocations avec une contrainte sur le SCR Taux, ce qui peut être utile en ALM pour les assureurs non-vie.

En plus des contraintes de SCR Marché, le modèle intègre également les contraintes propres à chaque portefeuille (limites en termes de sensibilité, de rating, de représentation de chaque classe d'actifs, de volatilité/tracking-error *ex-ante*, etc) et calcule une allocation optimale pour chaque portefeuille.

3- L'ORSA (Own Risk and Solvency Assessment) est le dispositif d'évaluation interne des risques et de la solvabilité qui doit faire partie intégrante des décisions stratégiques de l'entreprise.

Nous avons donc ajouté dans notre modèle d'allocation tactique d'actifs de nouvelles contraintes portant sur le niveau de SCR Marché, en date d'allocation et en date d'horizon (à travers des projections de SCR Marché dans chacun de nos scénarios), ce qui permet de prendre en compte la variabilité du SCR Marché en fonction des conditions de marché.

Ainsi, notre modèle permet de réaliser des allocations sur un horizon allant de 3 mois à 1 an, ou de piloter tactiquement une allocation stratégique d'actifs, en s'assurant de rester dans un budget de SCR Marché, et en profitant des opportunités de marché à plus court-terme.

IV. L'INTÉGRATION DES ACTIFS RÉELS DANS NOTRE MODÈLE : UN ENJEU POUR DEMAIN

Dans le contexte actuel de taux historiquement bas, dans lequel les obligations souveraines ne peuvent plus constituer le cœur des allocations d'actifs, les investisseurs sont amenés à se tourner vers des sources de rendement alternatives pour générer de la performance sur le long-terme, et notamment vers les actifs réels, qui offrent une prime d'illiquidité attractive par rapport aux actifs cotés traditionnels. Ces actifs bénéficient en outre pour certains d'incitations réglementaires : l'immobilier physique a un coût en capital réduit par rapport à l'immobilier coté, le coût en capital des classes d'actifs infrastructures a été revu à la baisse⁴, et le *private equity* est désormais éligible dans les contrats d'assurance-vie⁵.

Mais ces actifs sont difficiles à intégrer dans des allocations d'actifs traditionnelles : en effet, ce sont des classes d'actifs très hétérogènes, dont les valorisations sont lissées, peu fréquentes et décalées dans le temps, en plus d'être souvent subjectives. Leur faible volatilité est souvent interprétée à tort comme synonyme de faible risque et de forte diversification car il est bien connu que ces classes d'actifs ne sont pas à l'abri des secousses (impact du Brexit sur les fonds immobilier britanniques, lien entre immobilier et hausse des taux, etc).

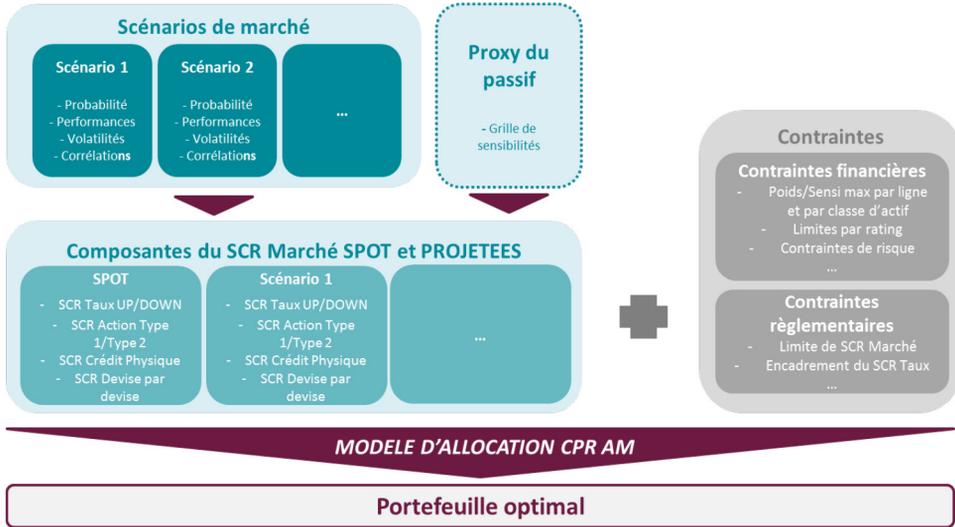
Une première réponse pourrait être la modélisation de ces classes d'actifs à l'aide de proxys cotés bien choisis, mais cela n'est pas adapté non plus : non seulement parce que les actifs réels sont beaucoup plus granulaires que les actifs cotés, mais surtout parce cette approche viendrait au contraire sur-estimer la volatilité de ces classes d'actifs et sous-estimer la diversification qu'elles pourraient apporter dans un portefeuille traditionnel...

Pour intégrer les actifs réels dans une allocation d'actifs aux côtés d'actifs traditionnels, il faut une modélisation du risque commune à l'ensemble de ces classes d'actifs. C'est l'objet de nos travaux de recherche actuels, dont l'objectif est de proposer des allocations d'actifs sur mesure, mixant actifs traditionnels et actifs réels, et alliant pertinence financière et compatibilité réglementaire grâce à un contrôle du niveau et de la variabilité du SCR Marché.

4- Source : Amendement du règlement délégué de la Commission européenne, publié en septembre 2015.

5- Article 137 de la loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques (août 2015)

Figure 3 - Allocation d'actifs sous Solvabilité II



Source : Recherche CPR AM, Mai 2016

V. ANNEXE : MÉTHODOLOGIE DE PROJECTION DES SCR MARCHÉ

Les projections de SCR Marché sont effectuées selon une méthodologie rigoureuse qui se décompose en quatre étapes. Le point de départ est la **projection des données de marché** en date d'horizon de l'allocation (on considère ici l'exemple du 1 an) et dans chacun des scénarios étudiés :

- Pour déterminer le choc actions, il s'agit de projeter la valorisation du panier actions sous-jacent au calcul du dampener⁶, en appliquant nos prévisions de performances sur les différents sous-indices pays qui composent le panier.

- Sur les taux, nous déterminons les courbes de taux projetées (en procédant par interpolation linéaire entre les projections des différents piliers de maturité sur lesquels nous faisons des prévisions de variations de taux) sur lesquelles seront définis les scénarios de chocs à la hausse et à la baisse sous-jacents aux calculs de SCR Taux UP et DOWN.

Ensuite, nous **projetons les chocs sur les différentes classes d'actifs** en appliquant les méthodologies définies par l'EIOPA (scénarios de hausse et de baisse des taux, calcul du dampener actions, etc) sur les données de marché projetées.

Figure 4 - Exemple de projection des courbes de taux et des chocs dans un scénario

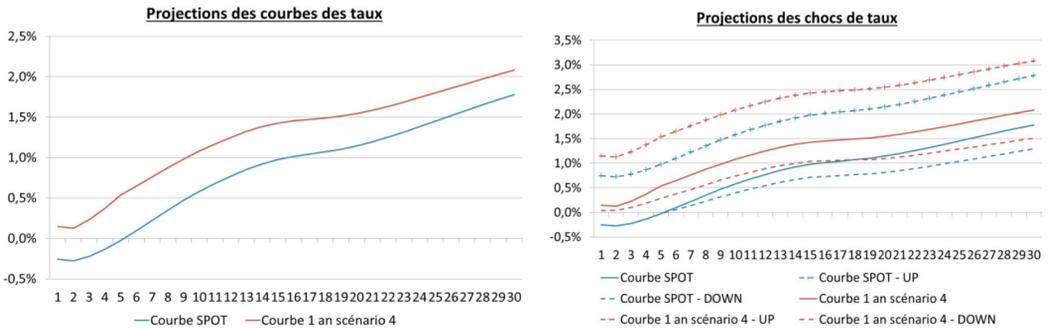
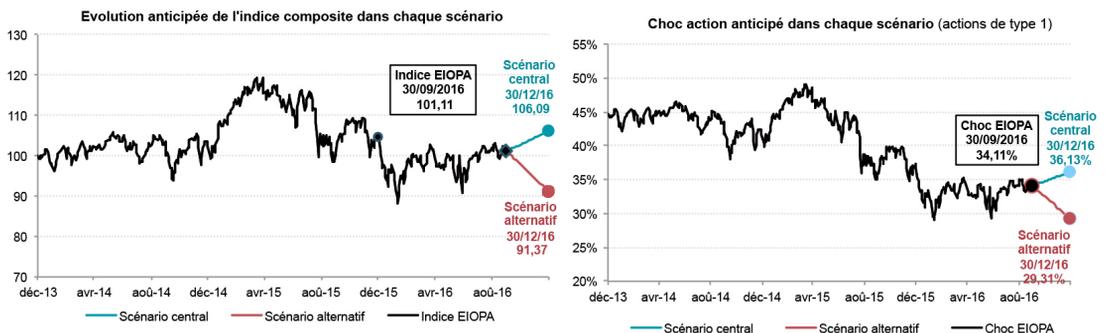


Figure 5 - Exemple de projection du choc actions



Source : Recherche CPR AM, Février 2016

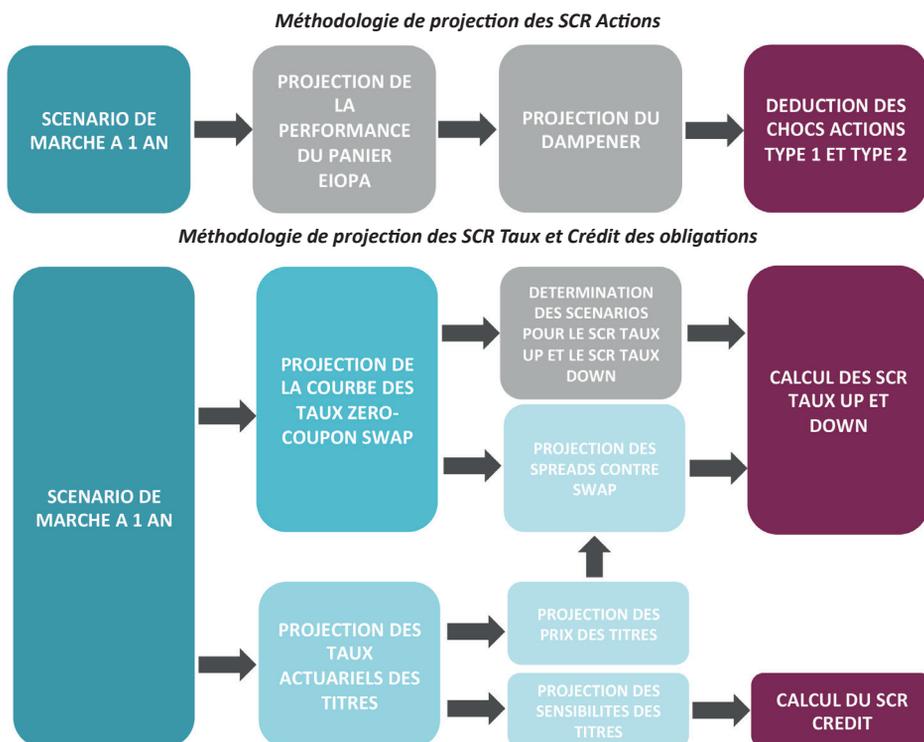
6- Mécanisme contra-cyclique d'ajustement du choc actions (jusqu'à +/- 10%) en fonction de la tendance des marchés à 3 ans

Il s'agit ensuite de **projeter la valorisation des actifs et du passif**, en date d'horizon de l'allocation :

- Les instruments obligataires sont revalorisés en date d'allocation (pour tenir compte du vieillissement des titres sur la période), avec les courbes de taux projetées et les spreads de crédit anticipés dans les différents scénarios. La sensibilité des titres est également recalculée à partir des prévisions de spread, car elle est nécessaire au calcul du SCR Crédit.
- Si le passif nous est communiqué sous forme d'une séquence de flux, nous sommes également en mesure de le projeter à horizon de l'allocation.
- Les SCR Taux UP et DOWN des instruments obligataires sont obtenus en revalorisant les actifs projetés avec les courbes projetées choquées à la hausse et à la baisse, et en calculant la variation par rapport à la valorisation projetée. Les SCR Crédit quant à eux sont obtenus à partir des sensibilités projetées et de la grille de chocs EIOPA.
- Les SCR Taux UP et DOWN du passif sont obtenus de la même façon, en actualisant la séquence de flux projetée avec les courbes choquées à la hausse et à la baisse, et en calculant la variation avec la valorisation projetée initiale.

Les schémas ci-dessous synthétisent la méthodologie de projection des SCR Taux, Crédit et Actions :

Figure 6 - Exemple de projection des courbes de taux et des chocs dans un scénario



Source : Recherche CPR AM, Février 2016

ENCART

Exemple de calcul de projection de SCR Marché à 1 an sur un titre de crédit

On s'intéresse ici à une obligation privée BBB de maturité juillet 2021 (5,5 ans), de taux actuariel 1,35% et de spread contre swap 1.05%. Le prix plein coupon de ce titre est de 102,88 et sa sensibilité est de 5,25.

- **Calcul du SCR Marché Spot :**
 - Les SCR Taux UP et DOWN sont obtenus en revalorisant le titre avant et après choc, à spread contre swap inchangé. On obtient respectivement 5,1% et -0,7%. Le SCR Crédit est obtenu en appliquant la formule de l'EIOPA, pour une sensibilité de 5,25 et une qualité de crédit de 3, soit 7,2%.
- **Projection de SCR Marché à 1 an :**
 - On détermine d'abord une projection de la courbe des taux à 1 an dans le scénario considéré, et on en déduit les scénarios de choc à la hausse et à la baisse pour le calcul des SCR Taux UP et DOWN.
 - On estime le taux actuariel du titre à 1 an du titre en fonction des variations de taux et de spread anticipées dans le scénario considéré, 1,75% ici, et on recalcule le prix au 31/12/2016, avec une maturité résiduelle de 4,5 ans afin de tenir compte du vieillissement du titre. On obtient un prix pied de coupon de 99,996, une sensibilité de 4,35 et un spread contre swap de 1,6%.
 - Les SCR Taux UP et DOWN sont obtenus en revalorisant le titre avant et après choc (dans les scénarios déterminés à partir de la courbe projetée à 1 an), à spread contre swap inchangé. On obtient respectivement 4,2% et -0,25%.
 - Le SCR Crédit est obtenu en appliquant la formule de l'EIOPA, pour une sensibilité de 4,35 et une qualité de crédit de 3 ; soit 6,1%.

4.3

SOLUTIONS : A- LES ACTIONS PROTÉGÉES

INVESTIR DANS DES STRATÉGIES EN ACTIONS PROTÉGÉES, POUR ÉCONOMISER DU CAPITAL, MAIS PAS SEULEMENT...

L'environnement actuel de taux extrêmement bas incite les investisseurs à chercher d'autres sources de performance, en particulier du côté du marché actions, mais la volatilité des marchés et les contraintes comptables et réglementaires qui pèsent sur les assureurs les incitent à se tourner vers des stratégies avec une couverture des risques adaptée. Ces stratégies permettent de participer à la performance des actions sur le long-terme, en limitant les risques extrêmes, et à moindre coût réglementaire...

I. UN CONTEXTE RÉGLEMENTAIRE ET FINANCIER FAVORABLE

En conséquence de la crise financière et des travaux de préparation à l'entrée en vigueur de Solvabilité 2, de nombreux assureurs ont réduit fortement leurs allocations actions.

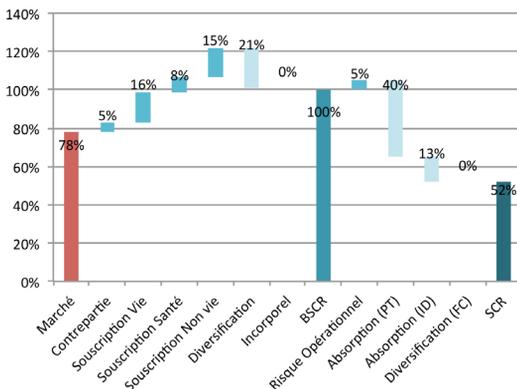
En effet, toutes sociétés d'assurance confondues (vie et non vie), le SCR Marché représentait, sur l'exercice 2015, 78% du BSCR (avant risque

opérationnel et absorption par les provisions techniques et les impôts différés), et le SCR Action représentait 49% du SCR Marché (source : ACPR, Analyse et Synthèses, décembre 2015). L'enjeu est donc de taille !

De plus, la conjoncture actuelle (et durable ?), dans laquelle la faiblesse des rendements obligataires est combinée à des pics de volatilité sur les marchés boursiers, augmente les défis que les assureurs doivent relever dans leur politique d'investissement.

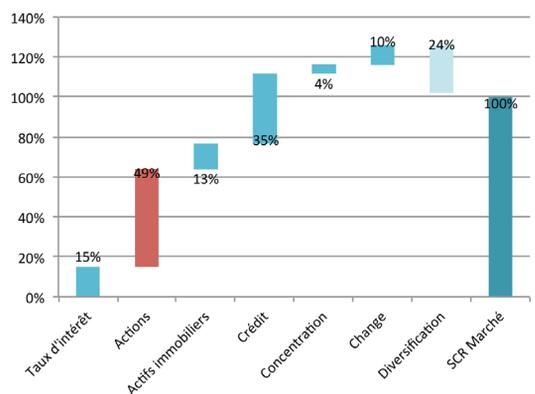
L'introduction de stratégies asymétriques, réduisant à la fois la volatilité et la perte en cas de choc extrême sur les marchés (et par conséquent le coût en capital sous Solvabilité 2) permet donc aux assureurs de maintenir, voire d'augmenter leur exposition au marché actions, pour améliorer le rendement de leurs allocations d'actifs et préserver leur rôle de long-terme dans le financement de l'économie.

Figure 1 - Structure du capital de solvabilité requis (SCR) pour l'ensemble des organisme participant à la collecte



Sources : ACPR, décembre 2015

Figure 2 - Structure du capital de solvabilité requis (SCR), risque de marché



II. UNE OFFRE DE SOLUTIONS DÉJÀ BIEN VASTE SUR LA PLACE

Dans ce contexte, les stratégies d'actions dites protégées se sont multipliées ces derniers mois, avec différents sous-jacents couverts et sous différents formats : couverture d'un risque action indiciel, d'une stratégie actions d'une société de gestion, ou encore couverture sur mesure du portefeuille actions de l'assureur, sous forme de produits packagés, ouverts ou dédiés, combinant investissement actions et couvertures ou *via* des solutions *overlay* de couverture, etc.

Au-delà du sous-jacent et du format, deux grandes familles de stratégies se distinguent : celles qui combinent un investissement en actions et une couverture des risques *via* options, et celles qui proposent une gestion type CPPI couplée à une garantie sur la perte maximale du portefeuille sous-jacent.

III. LES STRATÉGIES À BASE D'OPTIONS ET NOS SOLUTIONS « PREMIUM »

La première grande famille de solutions d'actions protégées combine un investissement en actions et une couverture des risques *via* options. La stratégie la plus naturellement efficace est l'achat de *puts* (options de vente), mais elle s'avère coûteuse sur le long-terme, il est donc nécessaire de la raffiner pour diminuer son coût et améliorer sa participation au marché. Différentes variantes existent sur la place, mais le plus souvent les stratégies s'articulent autour de deux axes :

- Une couverture structurelle (systématique ou non) de l'exposition actions, visant à stabiliser et réduire à la fois le profil de risque et le coût en capital (à condition d'être présente en permanence en portefeuille).
- Une stratégie optionnelle (systématique ou non) de performance *via* la vente d'options de maturités courtes, visant à réduire le coût de la couverture sans dégrader le profil de risque du fonds.

Le choix de la stratégie de couverture (*puts*, *put spreads*), des prix d'exercice, des maturités, du notionnel couvert, de la fréquence de rebalancement, etc, varie selon le gérant.

Les options étant liquides et listées, la capacité est forte en termes de taille de couverture, et ces stratégies ne génèrent pas de SCR de contrepartie.

Ce type de stratégie peut s'appliquer sur toute classe d'actifs pour lequel il existe un marché d'options suffisamment mature, profond et liquide.

En revanche, le point délicat de ces stratégies est l'appréciation du risque de base (cf encart en page 60).

Nos solutions Premium s'inscrivent dans la famille des couvertures optionnelles. La version ouverte combine une exposition aux actions de la zone euro (fonds ouvert à *tracking-error* mesurée), une stratégie de couverture optionnelle visant à réduire les risques du portefeuille sous-jacent, et une autre stratégie optionnelle discrétionnaire ayant pour objectif de réduire le coût de la couverture.

Il est à noter que notre stratégie de couverture est présente de manière permanente en portefeuille, mais qu'elle n'est pas systématique. En effet, nous exploitons les différents degrés de liberté (type de stratégie – *put* versus *put spread*, *strikes*, maturités, nominaux, etc) pour gérer dynamiquement la couverture en fonction des opportunités de marché afin de réduire son coût.

- Par exemple, le choix de la stratégie (*puts* ou *put-spreads*) dépendra du niveau de volatilité implicite des options : exploiter la propriété de retour à la moyenne de la volatilité implicite permet de réduire le coût de la couverture sur le long-terme. Ainsi, lorsque la volatilité implicite est basse, la couverture sera principalement constituée d'achat de *puts* qui ont une sensibilité à la volatilité implicite (véga) plus forte et qui

profiteront plus d'une remontée de celle-ci vers sa moyenne. Réciproquement, lorsque la volatilité est haute, la couverture sera principalement constituée de puts spreads qui ont une sensibilité à la volatilité implicite (véga) plus faible et qui souffriront moins d'une baisse de celle-ci vers sa moyenne.

- En ce qui concerne la maturité des options, nous avons choisi d'utiliser des options de maturité comprise entre 12 et 24 mois :
 - La première raison est financière et concerne le coût de portage des options qui est d'autant plus élevé que la maturité est courte. Bien que les options de maturité courte soient plus réactives dans les chocs de marché, elles sont beaucoup plus chères à porter structurellement sur longue période que des options de maturité longue.
 - La deuxième raison concerne la directive Solvabilité II. La section « Techniques d'atténuation du risque », qui définit les règles de calcul à appliquer aux instruments de couverture, pénalise les instruments dont la maturité est inférieure à 12 mois (soit par un *prorata temporis* défavorable, soit par un coût de *roll* estimé sur 12 mois assez élevé *a fortiori* compte-tenu du coût de portage élevé des options de maturités courtes).
- Le niveau de prix d'exercice est principalement dicté par l'objectif de réduction du risque et de SCR Marché du produit, et se situe autour de 80% pour les *puts* et autour de 80% et 60% pour les *put-spreads*, mais peut-être également ajusté à la marge pour augmenter ou réduire l'exposition actions du fonds en fonction des vues de marché des équipes de gestion.

La gestion dynamique de cette stratégie de couverture structurelle est une vraie source de valeur ajoutée.

La stratégie optionnelle secondaire, qui vise à réduire le coût global de la couverture, est constituée principalement de ventes discrétionnaires de *calls*. La maturité des *calls* vendus est courte (entre 1 et 2 mois) car le portage à capter est le plus élevé sur ces maturités. Le niveau de prix d'exercice à l'initiation de la position peut varier entre 105% et 115% du niveau de marché en fonction des niveaux de primes des options et de nos vues de marché. D'autre part, nous adoptons une approche prudente (engagement réduit, voire pas de positions) sur ce type de stratégie suite à un mouvement baissier important du marché actions. En effet, l'analyse historique de la stratégie de vente de *calls* montre que le risque d'une forte hausse du marché actions, et par conséquent le risque de perte sur la vente de *calls*, est plus élevé après un mouvement de forte baisse du marché.

Nous avons également des solutions d'actions couvertes en versions dédiées, qui sont construites avec le même type de stratégies, mais visent à couvrir des portefeuilles actions de clients, avec des formats différents (maître/nourricier ou *overlay*, selon les attentes du clients). A noter que le format *overlay* (fonds distinct uniquement affecté à la couverture d'un ou plusieurs fonds cibles) peut présenter un avantage comptable puisqu'il ne nécessite pas de réaliser les plus-ou-moins-values latentes de l'investissement en actions. En revanche, ce format implique une consommation de cash supplémentaire par rapport au montage maître/nourricier.

Sur ce type de montage, nous sommes vigilants quant à l'appréciation du risque de base entre le portefeuille actions à couvrir et le sous-jacent des options utilisées. Nous calculons nos différents indicateurs avant le lancement du produit, et les suivons à rythme mensuel, afin d'alerter rapidement le client en cas de dérive du risque de base.

ENCART

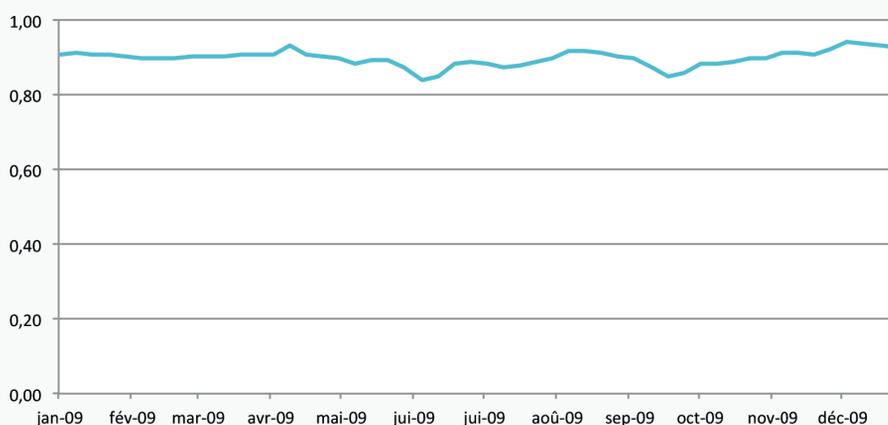
Point d'attention sur le risque de base

Dans la section « Techniques d'atténuation du risque » de la réglementation, il est spécifié que pour qu'une couverture financière soit reconnue sous Solvabilité II, le risque de base entre la position couverte et le sous-jacent de l'instrument de couverture doit être « non matériel ». En revanche, les textes ne mentionnent aucun indicateur ni seuil de tolérance pour quantifier la matérialité du risque de base...

La première étape indispensable selon nous est d'analyser le risque de base de manière qualitative, car il peut être trompeur de se limiter à des indicateurs quantitatifs : si on observe la corrélation entre les actions européennes et les actions américaines sur l'année 2009 par exemple, elle était autour de 0,90, mais il est évident que couvrir un investissement en actions américaines par des options sur le marché actions européennes génère un risque de base non négligeable !

Il faut donc commencer par étudier le recouvrement entre les univers d'investissement, les méthodologies de pondérations des titres, etc, avant de chercher à quantifier le risque de base.

Figure 2 - Corrélation 26 semaines Actions Euro/ Actions US



Sources : Bloomberg, Recherche CPR AM, août 2015

Ensuite, nous pouvons approfondir en utilisant une série d'indicateurs statistiques pour quantifier le risque de base entre le fonds actions à couvrir et le sous-jacent des options utilisées en couverture (l'eurostoxx 50 pour la zone euro) : la corrélation, mais aussi le beta, qui mesure le risque systématique, la *tracking-error* pour le risque spécifique, et enfin le R^2 , qui mesure la part de variance du fonds action expliquée par la variance de l'indice sous-jacent des options.

Remarque : Nous avons bien à l'esprit que ces indicateurs sont souvent remis en question car ils ne capturent que les dépendances linéaires entre les sous-jacents considérés, mais dans notre cas d'utilisation cela nous semble plutôt conservateur : on souhaite mettre en évidence un risque de base non matériel (et donc une relation forte entre les sous-jacents), on ne s'intéressera donc qu'aux valeurs élevées de la corrélation, du beta et du R^2 , ce qui ne pose pas de problème dans ce sens !

Il est bien connu que les liens entre les actifs évoluent en fonction des conditions de marché, ces indicateurs doivent donc être étudiés sur un historique suffisamment long, et suivis dans le temps pour ne pas laisser dériver le risque de base.

ENCART

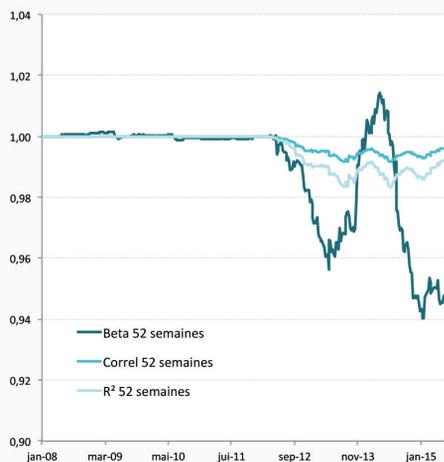
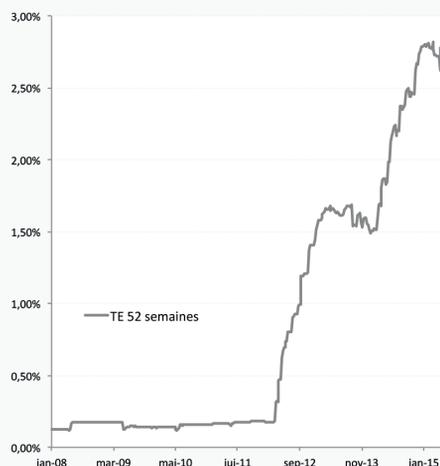
Figure 2 - Beta, Correl et R²

Figure 2 - Tracking-error



Sources : Bloomberg, Recherche CPR AM, août 2015

En synthèse, selon nous l'esprit de la réglementation est le suivant : on ne peut pas couvrir tout type d'investissements en actions par des options listées avec un risque de base non matériel, il faut être raisonnable, et simple !

IV. LES STRATÉGIES AVEC GARANTIE BANCAIRE SUR LA PERTE MAXIMALE

En ce qui concerne la deuxième grande famille de solutions d'actions protégées, la couverture du risque extrême de l'investissement en actions est apportée par une gestion type CPPI, basée sur un algorithme de désensibilisation de l'exposition actions en fonction de la performance réalisée : le gérant ajuste dynamiquement son exposition afin d'assurer la protection du capital investi, en augmentant le niveau de risque si le sous-jacent progresse et en le réduisant sinon. La stratégie est sécurisée par une garantie bancaire, qui permet de réduire contractuellement la perte maximale et par conséquent le SCR Marché du fonds.

Le principal avantage de ce type de stratégie est l'absence de risque de base, puisque la garantie s'applique directement à la valeur liquidative du fonds. En revanche, il faut passer par une banque

d'investissement, et la garantie bancaire génère un SCR de contrepartie, qui n'intervient pas dans les solutions optionnelles construites à partir d'options listées.

Ce type de montage s'applique aussi bien sur les actions que sur d'autres classes d'actifs, ou sur des fonds diversifiés, mais il faut que le sous-jacent soit liquide pour pouvoir appliquer l'algorithme de désensibilisation sans trop de frottements (ce qui exclut *a priori* l'application à des fonds de crédit physique haut rendement par exemple).

L'inconvénient en revanche de cette approche est le risque de monétisation, en cas de performance négative durable, et notamment dans le contexte actuel de taux bas, qui nécessiterait de réinitialiser arbitrairement l'exposition afin de pouvoir reprendre du risque et espérer générer de la performance.

V. QUID DES STRATÉGIES À VOLATILITÉ RÉDUITE ?

Les stratégies à volatilité réduite (*low vol*, *min variance*) offrent également un profil rendement / risque défensif qui a fait ses preuves ces dernières années, mais ne rentrent pas selon nous directement dans la catégorie des stratégies dites « actions protégées » car elles ne bénéficient pas d'un choc réduit sous Solvabilité II. Elles présentent toutefois un intérêt pour les assureurs, et bon nombre d'entre eux en détiennent, car au-delà de leur intérêt financier, elles réduisent la volatilité de l'actif et par conséquent le coût des options et garanties au passif, et donc le *Best Estimate* sous Solvabilité II. Rappelons en effet que le pilier 1 de la directive ne se limite pas au calcul de besoin en capital, mais qu'il impose également une valorisation économique du bilan, notamment au passif, à travers le calcul du *Best Estimate* des provisions techniques, qui s'est renchéri avec la faiblesse des taux d'intérêt. Cet argument reste valable pour tout type de stratégie affichant une volatilité inférieure à celle du marché, et notamment pour les solutions avec couverture optionnelle.

Pour que ces stratégies bénéficient également d'un choc réduit à l'actif du bilan, il faut les coupler à une couverture, *via* options par exemple, mais pour limiter le risque de base, ces options doivent être structurées par une banque d'investissement sur le portefeuille *low vol / min variance*, ce qui complique le montage et engendre un SCR de contrepartie.

De plus en plus de sociétés de gestion et de banques d'investissement ont développé une offre de solutions d'actions protégées et le choix est maintenant vaste pour les investisseurs. Il conviendra d'évaluer ces différentes solutions selon deux critères principaux : tout d'abord, l'éligibilité effective sous Solvabilité II (notamment en ce qui concerne le risque de base entre le sous-jacent que l'on cherche à couvrir et le sous-jacent de l'instrument de couverture),

et enfin, le coût global de la stratégie (baisse de participation à la performance en cas de marché haussier) par unité de SCR Marché économisé.

La réduction de SCR Marché obtenue grâce aux solutions d'actions protégées peut être utilisée par les assureurs pour augmenter le poids des actions dans leur allocation ou être déployée vers d'autres classes d'actifs. Dans un environnement financier et réglementaire de plus en plus contraignant, ce type de solutions permet donc finalement de reconquérir un peu de liberté en termes d'allocation d'actifs. Enfin, si ces solutions offrent pour la plupart un profil rendement / risque intéressant sur le long-terme pour tout type d'investisseur, elles peuvent également apporter aux assureurs d'autres avantages que la réduction de SCR Marché à l'actif, comme l'impact sur la valorisation du passif de la réduction de la volatilité à l'actif ou encore la protection des plus-values comptables.

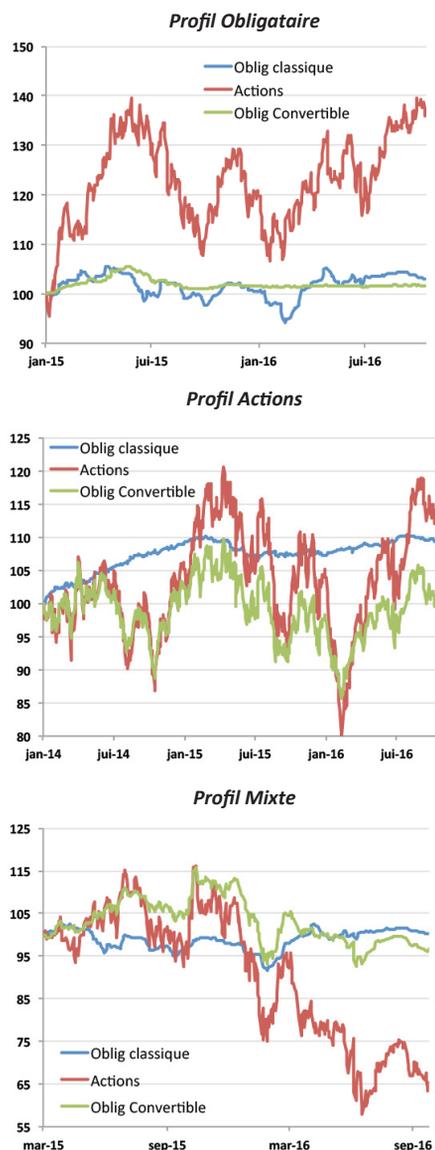
INTÉRÊT DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES
SOUS SOLVABILITÉ III. INTÉRÊT FINANCIER : CONVEXITÉ
NATURELLE DE LA CLASSE D'ACTIFS

Les obligations convertibles sont des titres hybrides, exposés à la fois au marché obligataire et à celui des actions. L'émetteur de l'obligation convertible émet un titre obligataire, qui peut être converti en l'action sous-jacente lorsque le cours de celle-ci dépasse un certain seuil. Les obligations convertibles présentent des caractéristiques très variées, quant aux modalités de conversion des titres, aux options de rachat par l'émetteur ou de vente par l'acheteur, au fait de convertir le titre dans une action d'un autre émetteur, etc.

Elles peuvent être catégorisées en trois classes, selon leur exposition au marché actions (Figure 1) :

- Les obligations convertibles de profil obligataire présentent une faible sensibilité au marché des actions (mesurée par le delta), mais une forte sensibilité aux taux et au crédit. Leur valorisation est très proche du « plancher obligataire », c'est-à-dire de la valeur actualisée des flux liés à la partie obligataire du titre, à savoir aux coupons et au remboursement du nominal.
- Les obligations convertibles ayant un profil actions ont au contraire un fort delta actions, et s'éloignent notablement du plancher obligataire, avec une faible sensibilité aux taux et au crédit.
- Les obligations convertibles dites « mixtes » ont un profil intermédiaire entre ces deux types d'instruments.

Figure 1 - Comparaison du prix d'obligations convertibles, d'obligations classiques et des actions (en base 100) pour différents profils d'obligations convertibles

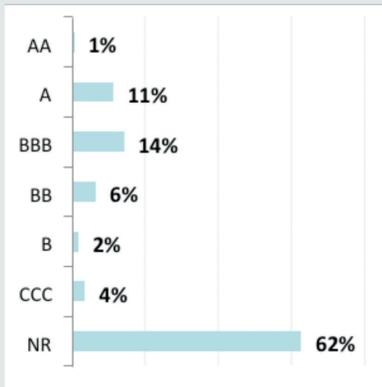


Source : Recherche CPR AM

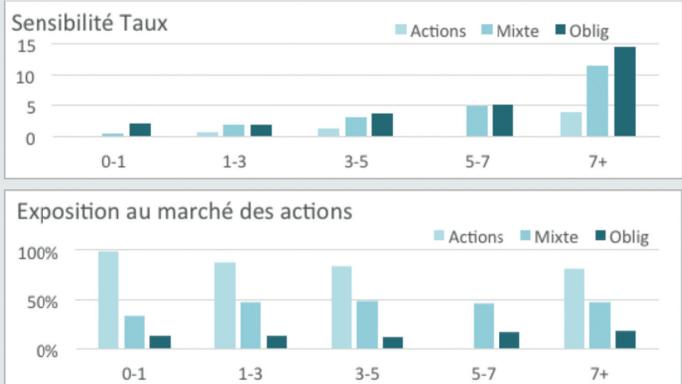
ENCART

Panorama du marché des obligations convertibles européennes à fin septembre 2016

Répartition par Rating des obligations convertibles européennes



Sensibilité crédit et Delta actions en fonction de la maturité et du profil de l'obligation



Source : données BNP Paribas, fin septembre 2016

Les obligations convertibles présentent ainsi une protection intrinsèque à la baisse des marchés actions, puisqu'elles adoptent un profil obligataire lorsque le cours de l'action est très inférieur au seuil de conversion, et ne sont alors plus sensibles à l'évolution des marchés actions.

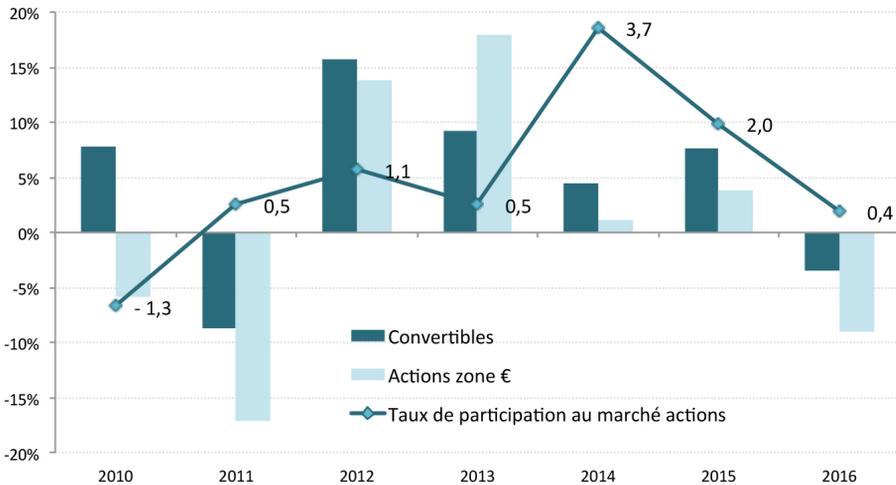
Cette asymétrie caractéristique de ces instruments permet aux investisseurs d'être exposés à la hausse des marchés actions sans en supporter l'intégralité de la baisse.

Nous observons cet effet de manière globale sur le marché des obligations convertibles : nous nous intéressons ici aux performances calendaires d'un indice d'obligations convertibles et d'un indice actions, tous deux uniquement sur la zone euro, ainsi qu'au taux de participation des obligations convertibles au marché actions¹.

Les obligations convertibles captent une part très importante de la performance des actions en cas de marchés haussiers, voire dépassent la performance des actions, et réduisent très nettement les pertes en cas de baisse, c'est notamment le cas en 2011 et 2016, où elles subissent à peine la moitié de la perte des actions (Figure 2).

1- Le taux de participation mesure le ratio entre la performance des obligations convertibles et celle du marché actions sur la même zone.

Figure 2 - Performances calendaires des obligations convertibles et des actions sur la zone euro depuis 2010 et participation des obligations convertibles au marché actions zone euro



Sources : Bloomberg, Recherche CPR AM

II. UNE PROTECTION NATURELLEMENT EFFICACE DANS LE CADRE DE SOLVABILITÉ II

Cette protection est particulièrement intéressante pour les investisseurs soumis à Solvabilité II, pour lesquels l'exposition aux marchés actions peut être très pénalisante, en raison d'un choc important sur les marchés actions (39% - resp. 49% pour les actions hors OCDE et hors EEA- +/- un ajustement symétrique borné entre -10% et +10% selon l'évolution des marchés actions). **Les obligations convertibles permettent de participer à la hausse des marchés actions avec un niveau de SCR Actions moins prohibitif.**

La réduction de SCR Actions offerte par les obligations convertibles est liée à la convexité de ces titres. Si l'on cherche à capturer la même exposition au marché des actions et à celui du crédit à l'aide d'une allocation obligations / actions de delta équivalent, l'exposition au marché des actions est alors linéaire, et beaucoup

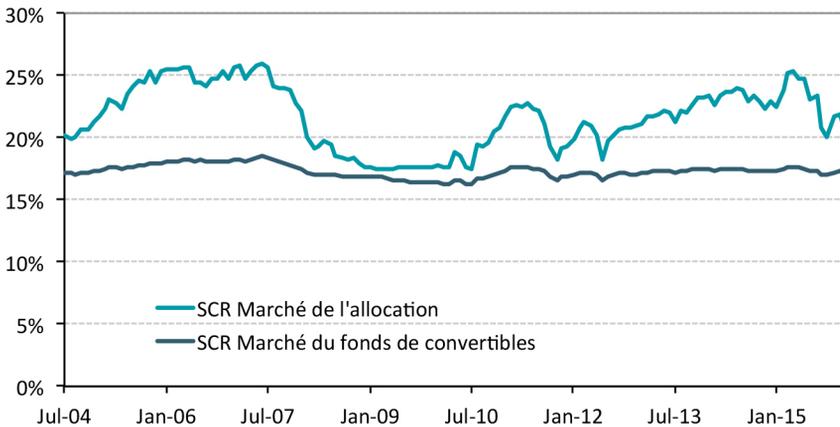
plus sensible à une baisse des marchés, d'où un niveau de SCR Actions non seulement plus fort mais également plus volatil² (Figure 3).

Afin de profiter de ce SCR Marché des obligations convertibles, naturellement réduit et plus stable, il convient de calculer précisément les différentes briques du SCR Marché pour chaque titre en portefeuille.

2- Comparaison entre un proxy d'un fonds d'obligations convertibles européennes de delta 40% et de rating BBB et une allocation actions européennes / obligations avec 40% d'actions

Figure 3 - Intérêt des obligations convertibles en termes de SCR Marché

Comparaison entre un proxy d'un fonds d'obligations convertibles européennes de delta 40% et de rating BBB et une allocation actions européennes/obligations avec 40% d'actions.



Source : Recherche CPR AM, février 2016

III. LE TRAITEMENT DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES DANS LE CADRE DU PILIER 1 DE SOLVABILITÉ II

En appliquant la formule standard de l'EIOPA, les obligations convertibles interviennent dans plusieurs briques du SCR Marché, car elles sont sensibles à plusieurs facteurs de risque (Figure 4).

Pour calculer précisément l'impact des chocs extrêmes définis par le régulateur, nous revalorisons chaque titre, avant et après choc, pour quantifier le niveau de SCR Actions et de SCR Taux.

Le **SCR Actions** est calculé en revalorisant le titre pour tirer profit de la non-linéarité des instruments convexes, d'autant plus importante que le delta est important, c'est-à-dire que la convertible a un profil actions.

Figure 4 - Briques du SCR Marché d'une obligation convertible



Source : Recherche CPR AM

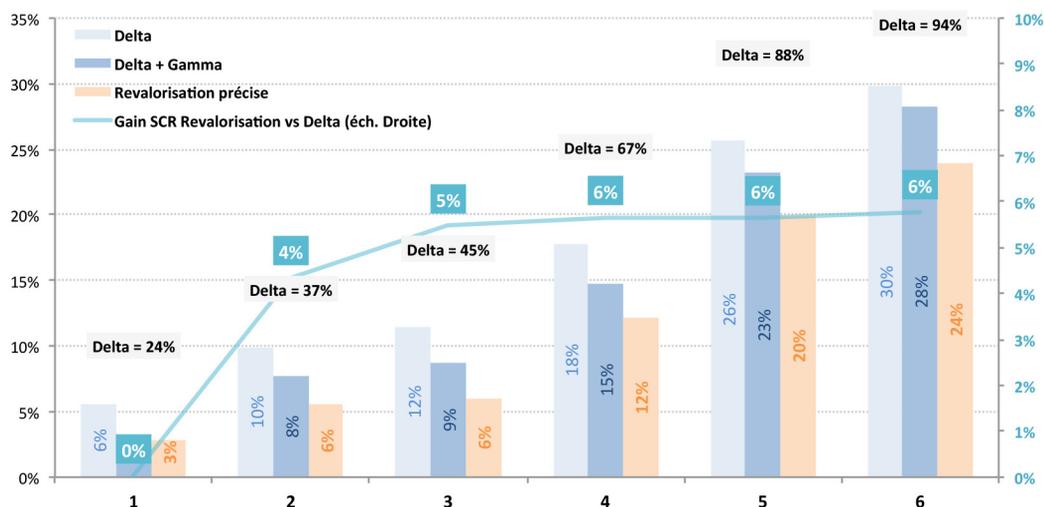
4.3B INTÉRÊT DES OBLIGATIONS CONVERTIBLES SOUS SOLVABILITÉ II

Dans le cas où la revalorisation précise n'est pas possible, il convient d'utiliser les expositions à l'ordre 1 et si possible à l'ordre 2³ pour tenir compte de la réduction de SCR. **Le calcul du SCR Actions doit tenir compte de la convexité du titre, afin de ne pas surestimer l'impact du choc** (Figure 5).

Dans le graphique (Figure 5), nous comparons le calcul de SCR Actions pour plusieurs obligations convertibles de différents profils (dont le delta varie de 24% à 94%) selon 3 méthodes différentes :

- une estimation de l'impact du choc à l'aide du delta du titre
- une estimation à l'aide du delta du titre et du gamma pour tenir compte de l'effet convexité
- une revalorisation précise avant et après choc à l'aide d'une librairie de pricing spécifique aux titres hybrides, tenant compte de toutes les caractéristiques de l'obligation convertible.

Figure 5 - 3 méthodes de calcul du SCR Actions pour différents profils d'obligations convertibles



Sources : Bloomberg, Recherche CPR AM

3- L'exposition à l'ordre 1 est mesurée par le delta actions, c'est-à-dire la variation en % du prix de la convertible pour une variation de 1% du cours de l'action. L'exposition à l'ordre 2 est mesurée le gamma actions, c'est-à-dire la variation en % du delta pour une variation de 1% du cours de l'action.

Naturellement l'estimation du SCR Actions à l'aide du Delta du titre n'est pas satisfaisante, elle surestime l'impact du choc extrême car elle ne tient pas compte du profil non linéaire du titre. L'utilisation des sensibilités à l'ordre 1 et à l'ordre 2 permet en revanche de capter cet effet et donc de bénéficier de la réduction de SCR Actions. **Une revalorisation avant et après choc permet de calculer précisément l'impact du choc extrême**, en tenant compte de tous les effets grâce à une modélisation fine de l'instrument (modélisation conjointe du cours de l'action sous-jacente, et du risque de crédit du titre par exemple).

Notre outil de calcul des SCR Marché utilise une librairie externe pour la valorisation avant et après choc des obligations convertibles. Ceci nous permet de fournir un calcul précis du SCR Marché, basé sur l'ensemble des caractéristiques de l'instrument, qui tient compte de la convexité du titre et de l'économie de SCR Actions, et donc de SCR Marché, qu'il apporte.

Au vu des niveaux de taux actuels très bas, le **SCR Taux** ne tient pas compte des chocs relatifs par maturité sur la courbe de taux, mais uniquement de la hausse minimale de 1% en absolu sur toute la courbe, le fait de le calculer précisément n'amène qu'une faible économie de SCR. La revalorisation précise avant et après choc deviendrait en revanche un atout en cas de remontée des taux d'intérêt...

Le **SCR Crédit** du titre est quant à lui estimé en appliquant la formule fermée indiquée par le régulateur, à savoir un niveau de SCR Crédit croissant avec le niveau de risque de l'émetteur de l'obligation convertible (représenté par le rating de l'émission) et avec le niveau de sensibilité.

Pour le calcul du **SCR Change**, nous tenons compte de la devise de l'obligation, ainsi que de la devise de l'action sous-jacente, à hauteur du delta du titre, dans le cas où elles sont différentes.

Enfin, l'exposition à l'émetteur de l'obligation convertible, et éventuellement à l'émetteur de l'action sous-jacent dans le cas où ils sont différents, est estimée à partir du cours du titre hybride, et éventuellement du delta actions dans le cas d'émetteurs différents, pour un calcul du SCR Concentration agrégé au niveau du fonds (ce SCR Concentration est uniquement indicatif, car il n'est pas agrégeable entre les positions et n'a de sens qu'au niveau de l'intégralité de l'actif de l'assureur).

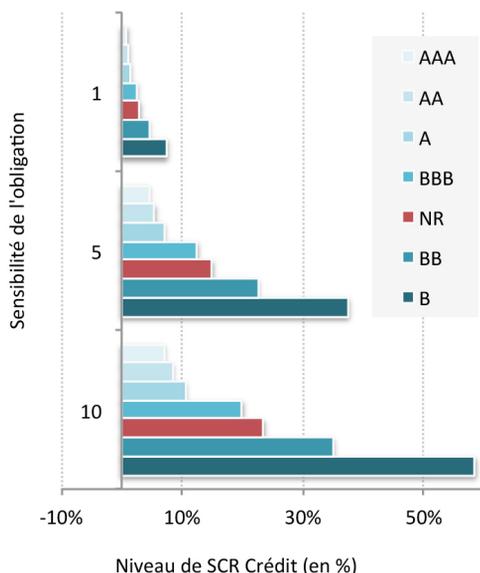
IV. LES CHOCS RÉGLEMENTAIRES DE SOLVABILITÉ II SONT ASSEZ FAVORABLES AUX OBLIGATIONS CONVERTIBLES

Le niveau de SCR Marché des obligations convertibles est intéressant en termes de SCR Actions, car la convexité des titres permet une exposition à la hausse des marchés actions, tout en limitant l'impact d'un choc à la baisse sur les marchés actions.

A noter qu'en appliquant la clause transitoire actions⁴, l'économie de SCR est nettement plus faible que pour une action, du fait de la convexité de l'obligation convertible. Rappelons que l'économie de SCR Actions liée à la transitoire diminue à mesure que le taux de rotation du portefeuille depuis le 1^{er} janvier 2016 augmente. Les obligations convertibles retrouveront rapidement leur avantage par rapport aux actions acquises avant 2016...

4- Les actions acquises avant l'entrée de Solvabilité II (c'est-à-dire le 1^{er} janvier 2016) bénéficient d'un choc réduit à 22% en 2016 quel que soit le type d'actions. Ce choc augmentera linéairement et convergera vers le choc cible (39% ou 49% + ajustement symétrique) d'ici 2023.

Figure 6 - SCR Crédit des obligations par rating



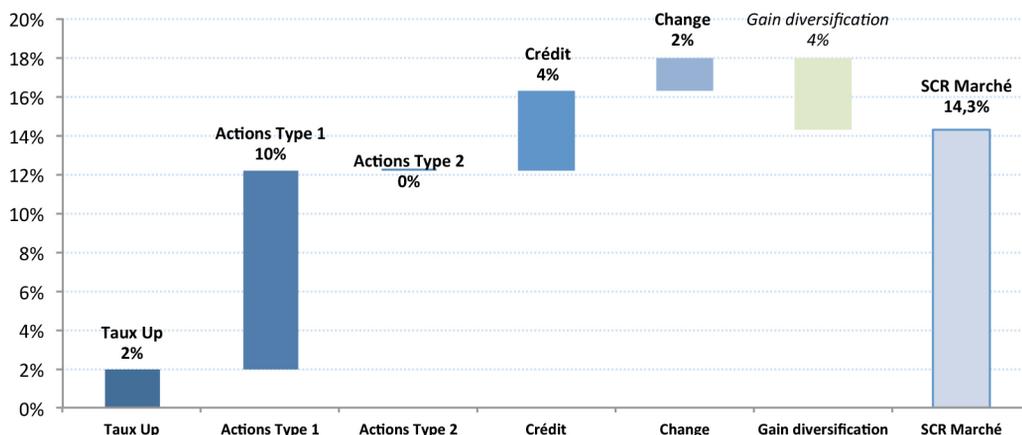
Sources : EIOPA, Recherche CPR AM

Les obligations convertibles sont pour la plupart non notées, alors qu'elles présentent majoritairement un profil de risque BB ou B. **Leur SCR Crédit est donc également attractif** car le choc Solvabilité II sur le crédit est nettement moins pénalisant pour les émissions non notées que pour les *High Yield* : à titre d'exemple, le graphique ci-contre présente le niveau de SCR Crédit de 3 obligations, dont la sensibilité varie de 1 à 10, en fonction du rating (variant de AAA à B vs NR).

Le niveau de SCR Crédit des émissions non notées est légèrement supérieur à celui d'obligations notées BBB, mais reste nettement moins fort que pour les obligations notées BB. **Ceci constitue un avantage important de la classe d'actifs par rapport aux obligations *High Yield* classiques.**

Tout comme les autres instruments sensibles aux taux, **les obligations convertibles bénéficient actuellement d'un niveau de SCR Taux relativement limité** en raison des niveaux de taux très faibles : le choc à la hausse sur chaque courbe est fixé par le régulateur à 1%.

Figure 7 - Agrégation du SCR Marché de notre fonds d'obligations convertibles au 30/06/2016



Sources : EIOPA, Recherche CPR AM

Notons que les obligations convertibles, concernées par l'ensemble des briques du SCR Marché, bénéficient d'un effet diversification, grâce aux corrélations indiquées par l'EIOPA et utilisées dans le calcul du SCR Marché global (Figure 7).

Au-delà de leur intérêt financier, avec un potentiel de gain important en cas de hausse des marchés actions et une volatilité réduite par rapport aux actions, les obligations convertibles bénéficient d'un traitement favorable dans le calcul du SCR Marché pour le pilier 1 de Solvabilité II, à condition d'être en mesure de calculer précisément l'impact des chocs.

ENCART

Reporting SCR Marché de notre fonds d'obligations convertibles zone euro au 30/06/2016

Notre fonds d'obligations convertibles est principalement investi sur des titres de la zone euro, avec une exposition actions de l'ordre de 32% et une sensibilité taux de 1,9 au 30/06/2016. Majoritairement exposé sur du crédit *Investment Grade* (près de 54% au 30/06/2016), le fonds est également investi à plus de 17% sur du *High Yield*, le reste des titres (27%) étant non noté.

A fin juin 2016, son SCR Marché était de 14% dont plus de 10% de SCR Actions (pour rappel, le choc EIOPA appliqué aux actions de type 1 s'élevait à 31,84%).

Figure 8 - Reporting SCR Marché de notre fonds d'obligations convertibles zone euro au 30/06/2016

Choc Actions Type 1	31,84%				
Choc Actions Type 2	41,84%				
Composantes du SCR Marché					
SCR Taux			SCR Change		
			1,62%		
	Taux Up	Taux Down		Down	Up
Total	1,99%	-0,29%	CHF	-0,06%	0,06%
			DKK	0,00%	0,00%
			GBP	-0,01%	0,01%
			HKD	0,00%	0,00%
			HUF	0,15%	-0,15%
			JPY	0,00%	0,00%
			NCK	0,00%	0,00%
			SEK	0,01%	-0,01%
			USD	1,29%	-1,04%
			ZAR	0,09%	-0,09%
SCR Crédit		4,11%		SCR Actions	
				10,19%	
	SCR Crédit Physique	4,11%		SCR Actions Type 1	10,19%
	SCR Crédit Dérivé Up	0,00%		SCR Actions Type 2	0,00%
	SCR Crédit Dérivé Down	0,00%			
Calcul du SCR Marché (indicatif)					
SCR Taux Up	1,99%	SCR Taux Down ¹	0,00%		
SCR Actions	10,19%	SCR Actions	10,19%		
SCR Crédit	4,11%	SCR Crédit	4,11%		
SCR Change	1,62%	SCR Change	1,62%		
			¹ si négatif, pas pris en compte dans le SCR Marché Down calculé ci-dessous		
SCR Marché Up	14,26%	SCR Marché Down	14,06%		
SCR Marché	14,26%				

Sources : Bloomberg, Recherche CPR AM, juillet 2016.



CPR AM : 25 ans au service des institutionnels

DE GAUCHE À DROITE

Emmanuelle Court,
Directeur général
délégué en charge du
développement commercial

Arnaud Faller,
Directeur général
délégué en charge des
Investissements

Gilles Cutaya,
Directeur marketing et
communication

Chantal Bez,
Responsable juridique

Vincent Artigouha,
Relations investisseurs
institutionnels et
entreprises

Noémie Hadjadj-Gomes,
Ingénieure recherche et
responsable des projets
taux et assurance

Christian Lopez,
Responsable de la
recherche

Jean-thomas Heissat,
Spécialiste produits

Laura Gesret-Jubin
Ingénieure recherche

Vincent Bonnamy,
Gérant allocataire et
volatilité



asset
management

**INNOVER
POUR LA
PERFORMANCE**

CPR Asset Management entend poursuivre sur sa trajectoire d'accompagnement en proposant des solutions et des services Solvabilité II particulièrement adaptés sur le long-terme.

Informations promotionnelles non contractuelles destinées aux Investisseurs « professionnels » au sens de la Directive Européenne MIF, ne constituant ni un conseil en investissement, ni une recommandation, ni une offre de contrat. Les informations et opinions contenues dans ce document sont indicatives et ne sauraient engager la responsabilité de CPR Asset Management de quelque manière que ce soit. Les informations contenues peuvent être retirées ou modifiées à tout moment sans préavis et n'ont pas vocation à être mises à jour. Ce document ne constitue pas une offre, ni une sollicitation d'achat, de vente ou de souscription. Les performances passées et les simulations de performances ne sont pas constantes dans le temps, ne font l'objet d'aucune garantie et ne sont donc pas un indicateur fiable des performances futures. Toute souscription dans un OPC se fait sur la base du DICI et de sa documentation réglementaire. Ce document n'est pas destiné à l'usage des résidents ou citoyens des Etats Unis d'Amérique et des « U.S. Persons », telle que cette expression est définie par la « Regulation S » de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933 et reprise dans le Prospectus des OPC cités dans ce document. L'ensemble de la documentation réglementaire est disponible en français sur le site www.cpr-am.com ou sur simple demande au siège social de la société de gestion.

Cette publication ne peut être reproduite, en totalité ou en partie, ou communiquée à des tiers sans l'autorisation préalable de CPR AM.

CPR Asset Management, Société anonyme au capital de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur, 75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

Responsable de publication : Gilles Cutaya
Rédacteur en Chef : Arnaud Faller
Conception et réalisation graphique : Karine Matteotti

Cahier publié par CPR AM - Novembre 2016
En collaboration avec la société de conseil en stratégie INDEFI





asset
management

CPR Asset Management, Société anonyme au capital
de 53 445 705 € - Société de gestion de portefeuille
agrée par l'AMF n° GP 01-056 - 90 boulevard Pasteur,
75015 Paris - France – 399 392 141 RCS Paris.

www.cpr-am.com |  @CPR_AM