



## TENDANCES



### ■ GESTION D'ACTIFS

# Comment investir sous Solvabilité II

Par Géraldine Bruguière-Fontenille

L'arrivée du nouveau régime prudentiel a contraint les assureurs à remettre à plat leurs stratégies d'investissement dans un contexte financier qui se durcit. Entre recherche de rendements et adaptation aux calibrages de la formule standard, des tendances se dessinent.

**P**iloter finement ses investissements dans un contexte réglementaire qui impose de valoriser son bilan en valeur de marché, trouver du rendement dans un environnement de taux bas et augmenter ses fonds propres, voilà les défis auxquels sont confrontés les assureurs. Alors que la réforme prudentielle Solvabilité II entre en vigueur dans moins d'un mois, le marché se prépare déjà depuis plusieurs années aux changements majeurs qui se profilent. Rien n'est épargné par ce tsunami réglementaire qui bouscule les modèles de gouvernance en place (voir page suivante), modifie les politiques de gestion des risques, renforce les besoins de fonds propres et les

obligations de reporting. Pour les assureurs, ces très longs préparatifs ont surtout été l'occasion de remettre à plat la politique d'investissement de leurs actifs, puisque leur solvabilité en dépend. Or, comme le relève Gildas Robert, senior manager chez *Optimind Winter*, « Solvabilité II est un choc violent sur les investissements ». Les besoins de capital sont plus ou moins lourds selon les placements. C'est donc de manière frontale que le marché a dû procéder à des arbitrages majeurs au gré des calibrages de la réforme, et en fonction des profils des assureurs. En effet, ceux positionnés sur l'épargne comme en Allemagne ou en France sont les premiers concernés, en particulier en raison des engagements de long terme qu'ils garantissent à leurs assurés (taux garantis, participations



aux bénéfiques, etc.). Alors, depuis plusieurs années, ce sont les grandes manœuvres, rendues d'autant plus nécessaires que le contexte financier dans lequel navigue le marché s'est tendu. Les taux bas s'installent dans la durée et les rendements que les assureurs peuvent espérer ne sont plus au rendez-vous. En premier lieu, les obligations d'État ou d'entreprises, qui représentent entre 80 et 85 % du bilan des assureurs français, ne font plus recette. Selon Axa Investment Managers, 69 % des actifs des assureurs européens sont investis sur des titres obligataires nationaux. Peu risquées, et donc bénéficiant d'un traitement favorable sous Solvabilité II, les obligations souveraines sont pourtant devenues moins séduisantes. « *Il y a quelques années, l'investissement en obligation d'État était attractif, mais avec la forte baisse des taux, c'est devenu moins intéressant* », relève Gilles Ulrich, directeur général du groupe Le Conservateur. Et là aussi, des arbitrages ont été nécessaires. « *Depuis une dizaine d'années, on observe un désinvestissement important de la part des assureurs des obligations d'État en faveur principalement des obligations corporate, constate Gildas Robert, chez Optimind Winter. Cette réallocation s'est faite progressivement avec la baisse des taux. Elle s'est accélérée avec la crise grecque, puis dans le contexte de taux particulièrement bas survenu début 2014.* » Pour maintenir un meilleur rendement tout en conservant le bénéfice du calibrage sous Solvabilité II, le gestionnaire d'actifs Axa IM prône la



« On observe un **désinvestissement important de la part des assureurs des obligations d'État.** »

**GILDAS ROBERT**  
Optimind Winter

**FOCUS SUR**

**Le nouveau régime prudentiel au cœur de la gouvernance des assureurs**

« *Le dispositif Solvabilité II oblige à arbitrer ses investissements selon le principe de la personne prudente, relève Dominique Péneau-Gerbaux, associée chez Exton Consulting. Pour les assureurs, cela implique de restructurer leurs équipes et d'intégrer de nouveaux profils pour avoir la gestion la plus fine possible de leurs risques.* » En effet, une des caractéristiques du nouveau régime est qu'il bouscule aussi les hommes et la gouvernance des assureurs. Nominations des fonctions clés, désignations des dirigeants effectifs, et structurations des équipes génèrent des coûts supplémentaires qui justifient parfois des rapprochements pour tenter de les mutualiser. Et ces derniers mois, les rapprochements n'ont pas cessé. Avec dans certains cas des complications sur la désignation des dirigeants effectifs et surtout un paysage de l'assurance française sensiblement modifié. Entre les changements de forme sociale, comme l'a réalisé Smacl assurances récemment, les constitutions et démantèlements de Sgam, les regroupements de structures notamment mutualistes qui réduisent le top management, à l'instar du rapprochement entre Malakoff Médéric et la Mutuelle générale, le palmarès des vingt principaux acteurs de l'assurance en France risque d'être largement chamboulé dans les prochaines années.

diversification, et notamment de s'intéresser aux titres de créances *Investment grade* (obligations d'émetteurs privés pour lesquelles les notations des agences de rating se situent entre AAA et BBB-) et recommande de sortir de la zone euro. Selon les spécialistes, l'enjeu est notamment de diversifier ses actifs pour aller sur du crédit américain ou de la dette émergente (Chine, Brésil, Amérique du Sud, etc.). Pourtant, ce virage est assez peu emprunté par le marché français. « *La part de ce type d'actifs est encore assez faible dans le bilan des assureurs car ils ont quand même une volatilité importante et comportent un risque de change assez défavorable en besoin de fonds propres. En outre, ce type d'investissement est plus difficile pour les acteurs français qui ont une culture moins forte des investissements en dehors de la zone euro, contrairement à d'autres acteurs européens comme le Royaume-Uni par exemple* », déclare Axel James, actuaire manager chez Optimind Winter.

**L'ÉQUILIBRE FRAGILE DU COUPLE RENDEMENT/RISQUE**  
Pour autant, afin de booster les rendements dans cet environnement contraint, une part de risque est nécessaire. Selon l'étude an-

nuelle commandée par BlackRock et menée auprès d'assureurs européens détenant plus de 6 500 Md\$ d'actifs, 45 % d'entre eux prévoient d'augmenter la part de risque de leurs portefeuilles. Mais *a priori*, ce n'est pas la poche actions qui sera favorisée. En effet, les actions bénéficient d'un rendement plus attractif que les obligations mais elles sont lourdement traitées par le futur régime prudentiel. Dans la formule standard de Solvabilité II, la charge en capital est élevée. De 39 % pour les actions de type 1 (actions cotées dans des pays membres de l'Espace économique européen ou de l'OCDE) à 49 %

« **Les assureurs français ont une culture moins forte des investissements hors de la zone euro, contrairement aux Britanniques par exemple.** »

pour les actions de type 2 (actions non cotées ou cotées dans des pays non membres de l'Espace économique européen ou de l'OCDE).

La problématique des actions a poussé la FFSA à faire entendre sa voix. Il faut dire que, plus encore que les assureurs européens, les assureurs français sont affectés par les exigences lourdes de capital réglementaire à prévoir face à leurs actifs cotés. L'allocation en actions des acteurs français se situe entre 15 et 20 % alors qu'elle ne tourne qu'autour de 7 % pour nos voisins européens. Après d'âpres négociations, la possibilité d'avoir recours à un lissage sur sept ans a été décidée, portant la charge en >>



►► capital à 22 % la première année pour les actions achetées avant 2016. Mais les assureurs ont malgré tout revu drastiquement leurs stratégies. « Nous avons réduit notre poche actions de près de 10 % en quelques années en raison d'un coût plus élevé en fonds propres que certains autres actifs », explique Gilles Ulrich. Beaucoup d'acteurs ont eu la même réaction, à l'instar d'Allianz. Si le Gema a lui aussi fait entendre sa voix pour assouplir le calibrage actions de la formule standard, les mutuelles n'ont pourtant pas procédé de façon massive à des ajustements de leurs allocations d'actifs. « Les mutuelles membres du Gema ne sont pour la grande majorité pas soumises aux normes IFRS qui ont beaucoup contribué, avec l'approche de Solvabilité II, à réduire la poche actions de certains acteurs. À l'heure actuelle, seules une à deux mutuelles du Gema souhaitent bénéficier de la mesure transitoire sur les actions. Les fonds propres des membres devront absorber un calibrage élevé dès le départ, puisque tout arbitrage ultérieur au 1<sup>er</sup> janvier 2016 annihilera le calibrage transitoire », explique Fabrice Guenoun, responsable des affaires comptables et financières au Gema.

**LES INFRASTRUCTURES SÉDUISENT LES ASSUREURS**

Les solutions intéressantes en termes de rendement mais pas trop gourmandes en fonds propres ne sont pas très nombreuses. Outre une diversification des actifs obligataires, le marché français, à la recherche de placements alternatifs, montre de l'appétit pour les investissements dans l'économie réelle et les infrastructures, à la faveur d'une incitation gouvernementale forte. En France, Bercy et les assureurs se sont mobilisés ces derniers mois avec la mise en place des fonds Novo, qui permettent de financer les actions cotées dans les PME-ETI, et les fonds Novi lancés début 2015 pour favoriser les investissements en fonds propres d'entreprises cotées et non cotées. Sur les investissements en infrastructures, le plus souvent, il n'existe pas

**MONTANT DES ACTIFS DES ASSUREURS FRANÇAIS\***

**Actions : après le désamour, le retour en grâce ?**

	2014	Variation
Ensemble des actifs	2 141	+ 10,50 %
dont actions et titres à revenus variables	469,9	+ 7,70 %
dont obligations et titres à revenus fixes	1 524,5	+ 11,30 %
dont immobiliers et autres	146,6	+ 11,40 %

En hausse en 2014, les placements financiers des assureurs ont accusé un recul au 2<sup>e</sup> trimestre 2015 selon les derniers chiffres publiés par la Banque de France. Rappelons que pour Axa IM, la capacité d'investissement des assureurs européens, parmi lesquels les fonds de pension, s'élèverait à 1,5 trilliards d'euros. \* en valeur de marché, affaires directes, Md€. (Source : FFSA)

de prix de marché. Ce qui permet d'échapper aux contraintes du *mark to market*. En outre, ces investissements sont par nature illiquides, à l'inverse des actions ou des obligations. Avec un rendement plus élevé lié au blocage des fonds, ils bénéficient d'une prime d'illiquidité favorable aux assureurs. « Les instruments moins liquides permettent d'améliorer le ratio rendement/risque », confirme Matthias Seewald, directeur des investissements participation dans Erano, une entreprise qui opère dans le secteur de l'eau et de l'énergie en Afrique, a annoncé vouloir également poursuivre ses investissements en infrastructures. « Sur ce type d'actifs, les rendements que peuvent espérer les assureurs tournent autour de 4 à 5 %, remarque Dominique Péneau-Gerbaux, associée chez Exton Consulting. Mais la part de ces actifs est encore faible chez les assureurs français, moins de 3 %. » Pour l'augmenter, les fédérations de l'assurance se sont mobilisées pour que la charge en capital soit moins lourde. Elles ont obtenu auprès de l'Eiopa une première baisse du calibrage

qui sera de 30 %, mais les négociations se poursuivent pour voir cette charge baisser à nouveau, Insurance Europe ayant estimé cette première étape insuffisante. Toutefois, l'engouement du marché se fait déjà sentir par un début de baisse des rémunérations en raison de l'enthousiasme suscité et d'un nombre de participants élevé. Alors, à défaut de solution miracle, le marché commence à revenir à l'allocation actions. « On voit apparaître des stratégies sophistiquées chez certains assureurs qui reviennent sur le marché actions en utilisant les

**Les fédérations de l'assurance se sont mobilisées pour que la charge en capital soit moins lourde.**

dérivés et produits structurés pour limiter le risque et l'impact en besoin de fonds propres. La titrisation intéresse aussi de plus en plus le marché, d'autant que, là aussi, le calibrage du Solvency Capital Requirement a été revu à la baisse par le régulateur », explique Dominique Péneau-Gerbaux. Quels que soient les choix opérés, l'enjeu pour 2016 sera de piloter le plus finement possible sa gestion d'actifs pour maintenir sa marge de solvabilité, sachant que les assureurs ont pour cible un ratio de solvabilité de 150 % minimum sous Solvabilité II. Ces bouleversements dans les stratégies d'investissements s'accompagnent de réflexions des acteurs, notamment ceux de l'épargne, pour réduire le risque financier au profit du risque assurantiel. L'impact direct de Solvabilité II couplé à des opportunités de marché conduisent à des réorientations stratégiques de l'activité vers plus de produits d'assurance comme la santé ou la prévoyance aux dépens des produits d'épargne. Une tendance qui montre bien que, plus que toutes les autres réglementations, Solvabilité II change en profondeur la physionomie du secteur de l'assurance. ■



« On voit apparaître des stratégies sophistiquées chez certains assureurs qui reviennent sur le marché actions en utilisant les dérivés et produits structurés. »

**DOMINIQUE PÉNEAU-GERBAUX**  
Exton Consulting

DR