

---

# 2015

## Décembre

---

# LES CAHIERS DU CENTRE

*Numéro 30*

*- Actualités -*

# SOMMAIRE

## CAHIERS DU CENTRE

Revue publiée par le Centre des Professions Financières (CPF)

### CPF

20, rue de l'Arcade - 75008 Paris

Tél : 01 44 94 02 55

Fax : 01 44 94 02 62

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

### Présidents du comité de rédaction

Jean-Jacques PERQUEL

Jean-Pierre MAUREAU

### Responsable de la publication

Lucile DUVAL

[l.duval@professionsfinancieres.com](mailto:l.duval@professionsfinancieres.com)

\* \*

\*

## EDITORIAL

### « Règlements et Marchés »

Jean-Pierre MAUREAU, AXOS..... Page 1

### « Liquidité des marchés : une espèce en voie de disparition »

Jean-François LEPETIT, COB / CNC / BNP PARIBAS..... Page 3

### « La transparence des portefeuilles sous Solvabilité II : des enjeux majeurs au-delà des seuls assureurs »

Sylvie MALECOT, MILLENIUM..... Page 7

### « Solvabilité II : une opportunité pour renforcer et enrichir le dialogue entre les sociétés de gestion et les investisseurs »

Pierre MAUGERY-PONS, EFESO CONSULTING / CLUB AMPERE..... Page 11

### « Comment Solvabilité II structure l'allocation d'actif des organismes assureurs : le grand écart entre croyances et réalités »

Michel PIERMAY, FIXAGE..... Page 13

## ÉDITO

### « Règlements et Marchés »

La directive Solvabilité II va s'appliquer pleinement au 1<sup>er</sup> janvier 2016 à l'ensemble des organismes d'assurances européens (assurances, mutuelles, prévoyance). Elle détermine notamment l'ajustement des allocations d'actifs et les nouvelles contraintes de placement de ceux que l'on appelait jadis les « ZINZINS ». Bien qu'un peu assouplie en septembre, cette approche prudentielle réduit leurs possibilités traditionnelles d'investir dans l'économie et de se positionner sur le long terme ; elle les conduit aussi à considérer des supports peu liquides sortis du bilan des banques (Bâle oblige) dont elles ont difficilement l'expertise directe. Elle devient, de plus, une tentation normative prête à déteindre sur les textes qui s'appliqueront, peut-être demain, aux caisses de retraites et à d'autres organismes aux engagements de passif très long.

Ce numéro est naturellement l'occasion de rouvrir une réflexion sur les marchés et leur liquidité. Les Institutionnels, peu incités à garder leur rôle historique d'investisseurs contracycliques, sont devenus des acteurs de marché marginalisés, laissant une place prépondérante à des acteurs non régulés, champions, pour compte propre, du trading à très haute fréquence, pourvoyeurs, notamment sur le marché des actions, d'autant de liquidité que de volatilité, et bénéficiaires heureux des facilités fournies à profusion par les grandes banques centrales.

- **Jean-François Lepetit**, Ancien Président de la C.O.B. et du C.N.C., Administrateur de BNP PARIBAS, appelle avec vigueur à la vigilance et à la réflexion sur un sujet central pour les marchés financiers et pour l'économie : la liquidité. Sans liquidité les marchés sont volatils, instables, systémiques...
- **Sylvie Malécot**, Présidente de MILLENIUM, revient sur la « transparence » des portefeuilles (cf. cahier 28) telle que définie par Solvabilité II et précise les conséquences concrètes de ces mesures dans les choix d'investissements des institutions soumises à ces textes.
- **Pierre Maugery-Pons**, sur à nouveau la « transparence », nous présente le rôle central que le Club Ampère dont il a été à l'origine et qu'il anime, a su tenir pour fédérer, au niveau européen, un grand nombre de gérants d'actifs afin de définir un référentiel normé adapté aux besoins de leurs clients institutionnels.
- **Michel Piermay**, Président de Fixage, rappelle trois principes concernant les investissements en actions dans Solvabilité II. Il souligne l'importance : du pilotage de la Solvabilité, du « choc » sur les actions - étape du calcul du SCR- et du SCR en tant qu'indicateur de risque pour l'allocation d'actions.

Jean-Pierre MAUREAU  
Cahiers du Centre  
CILT

24 novembre 2015

\* \* \*

Si vous avez des questions, n'hésitez pas à consulter notre site Internet :

[www.professionsfinancieres.com](http://www.professionsfinancieres.com)

Ou contactez-nous au Centre des Professions Financières :

Centre des Professions Financières

20 rue de l'Arcade, 75008 Paris

Contact :

[contact@professionsfinancieres.com](mailto:contact@professionsfinancieres.com)

Téléphone : + 33 (0)1 44 94 02 55

\* \* \*

## LIQUIDITÉ DES MARCHÉS : UNE ESPÈCE EN VOIE DE DISPARITION

*Un marché sans liquidité dysfonctionne ; au pire il devient systémique.*

### Une définition pragmatique de la liquidité

Un marché est une organisation d'échanges de produits, acquis ou cédés par des personnes intéressées par ces transactions.

Pour expliquer le fonctionnement des marchés, on peut s'intéresser aux produits, aux comportements, aux activités des différents utilisateurs. Nous y viendrons.

Mais pour comprendre la liquidité d'un marché où la demande rencontre l'offre, la première distinction utile est la plus simple, celle des acheteurs et des vendeurs, quelles que soient leurs motivations et intentions. **Un acheteur crée une demande qui peut faire monter le prix, un vendeur crée une offre qui peut faire baisser le prix.**

En pratique, un marché sera considéré comme liquide si un ou plusieurs acheteurs trouvent au bon moment des vendeurs à des prix satisfaisants et si - simultanément - des vendeurs trouvent au bon moment des acheteurs à des prix satisfaisants.

Corrélativement, pour l'acheteur qui crée une demande, le vendeur est un apporteur de liquidité. Inversement, pour le vendeur, l'acheteur est un apporteur de liquidité. La facilité de leur rencontre définit un marché liquide. Plus généralement, si la tendance du marché est à la hausse du fait d'un excès d'acheteurs, une insuffisance de vendeurs fait monter les prix et diminue le nombre de transactions, deux caractéristiques d'une certaine illiquidité. Dans un marché liquide, les volumes de transactions ont une certaine stabilité en fonction de l'évolution des prix ; un marché non liquide est volatil tant sur le plan des prix que des volumes traités.

Par conséquent, si on admet que tout marché fonctionne en une succession de tendances à la hausse et à la baisse, **la liquidité se définit comme la capacité du marché à générer des intervenants à contre-tendance** : des vendeurs dans des marchés acheteurs et des acheteurs dans des marchés vendeurs. Dans le cas contraire, les marchés seront instables, volatils et susceptibles de crises. C'est du bon sens. Passons maintenant en revue les acheteurs et les vendeurs.

### Agir à contre-tendance : neutralité des acteurs économiques

Tout intervenant dans un marché gère un risque de marché. Il le prend ou il le supprime. Le trésorier d'entreprise qui doit acheter des titres, l'importateur qui doit acheter une devise, constateront sur le moment que les prix qui les concernent sont à la hausse ou à la baisse. Acheteurs, si les prix continuent de monter, ils courent le risque de perdre. Il est donc tentant d'acheter immédiatement, par souci d'assurer leur transaction, par refus de spéculer, pour être tranquille. Si la tendance est à la baisse, il peut être tentant d'attendre, mais le souci de sécurité, le refus de la spéculation, une bonne gestion inciteront le plus souvent les intervenants à ne pas attendre. Certains le feront néanmoins, mais l'expérience montre qu'ils sont peu nombreux. La spéculation a mauvaise presse, et surtout c'est un métier que la plupart des acteurs économiques n'ont pas envie de pratiquer.

En combinant tous les comportements [hausse et baisse des prix, acheteurs et vendeurs] on peut dire que tous les acteurs économiques amenés à gérer des risques de marché auront en grande majorité tendance à apporter immédiatement aux marchés leurs transactions d'achat et de vente, contribuant ainsi globalement à leur liquidité normale ; les marchés verront monter ou descendre en bon ordre les prix qui en résultent. Les marchés fonctionneront correctement tout le temps que les volumes d'achat et de vente seront à peu près équilibrés. Les déséquilibres solliciteront de nouveaux apporteurs de liquidité.

Pour la partie des mêmes acteurs qui auront fait choix de spéculer, en aucun cas contribueront ils à la liquidité du marché : au contraire, les acheteurs qui s'abstiennent quand le marché baisse et les vendeurs qui attendent pour vendre quand le marché monte contribuent à son illiquidité.

### **Des gestionnaires passifs à l'égard de la liquidité**

On devrait pouvoir compter sur les gestionnaires de capitaux pour fournir en permanence de la liquidité aux marchés sur lesquels ils investissent et désinvestissent. En effet, pour optimiser le rendement de leurs portefeuilles, avec un horizon du fait de leur métier plus lointain que celui des traders et des spéculateurs, les gestionnaires ont en principe un recul suffisant et du temps pour juger des tendances du marché et tenir compte des excès de la volatilité. Ils devraient pouvoir acheter quand le marché exagère sa baisse et inversement. Ils seraient alors de parfaits apporteurs de liquidité selon nos définitions, agissant ainsi à contre-tendance.

Malheureusement, le gestionnaire de capitaux est un « agent » dont la performance est calculée et appréciée en permanence. Agir à contre-tendance, c'est prendre le risque d'une continuation de la tendance : sur ce point, l'expérience et les statistiques montrent que si le prix vient de monter, la probabilité est plus forte pour une continuation que pour une inversion de tendance. Pendant le temps d'attente de l'inversion, l'opérateur devra subir les effets négatifs du *mark to market* sur sa performance.

Plus généralement, la performance d'un gestionnaire de capitaux consiste à « battre le marché ». Pour cela il faut anticiper les tendances et surtout leur *timing*. Sans affirmer que les marchés sont efficaces [autre passionnant débat] on peut dire sans nul doute qu'ils sont imprévisibles dans la majorité des cas et pour la majorité des gestionnaires. On peut ainsi observer que l'immense majorité de ces acteurs ne fait pas preuve de performance positive et régulière, au-delà du marché. Comme disent les spécialistes, l'alpha est une denrée rare.

Dans ces conditions, il n'est pas étonnant que les gestionnaires tendent à reporter le risque de l'incertitude des marchés sur leurs donneurs d'ordres plutôt que de le gérer pour leur compte. C'est ainsi que les intermédiaires financiers proposent aux investisseurs des fonds indexés sur des indices de marchés, dont la performance est aléatoire mais relève du choix de l'investisseur. ***D'actif, le gestionnaire est devenu passif à l'égard du marché.*** Le gestionnaire peut proposer aussi, au lieu d'indices, des *benchmarks*, indices de paniers d'instruments financiers, dont le résultat est le même, mais plus adapté aux desiderata du client. Dans tous ces cas, le gestionnaire du fonds indexés, d'ETF (dérivés d'indices), ou de *benchmarks* investit une fois pour toutes les fonds dans les instruments choisis et il n'intervient plus qu'épisodiquement pour ajuster ses portefeuilles.

**Le point à retenir est que le gestionnaire passif ne contribue pas à la liquidité du marché** puisqu'il ne fait rien, sauf le jour de la constitution ou de la liquidation du fonds ou du portefeuille. Or la grande majorité des gestionnaires sont passifs, et leur nombre ne fait qu'augmenter, ce qui est

compréhensible puisque la gestion passive est peu coûteuse et que la gestion active, chère payée, n'est pas performante...

### **Des traders et des market makers mis hors-jeu par les régulateurs**

*Traders* et *market makers* sont normalement des professionnels apporteurs de liquidité. Le *trader* fait la contrepartie d'acheteurs et de vendeurs et comme, en principe, il s'intéresse peu aux tendances de fond, ses transactions rapides et dans les deux sens ajoutent de la fluidité au marché sans influencer sur sa volatilité. Le *market maker* est par définition un apporteur de liquidité puisqu'il cote des prix d'achat et de vente à ses clients.

Avec la crise de 2008, les régulateurs ont à juste titre réalisé que de nombreuses banques avaient abusé des insuffisances de la réglementation des activités de *trading* et de *market making*. Les banques avaient pu ainsi loger avantageusement dans des portefeuilles de *trading* des instruments de dette dotés d'un rating hors normes et ne disposant d'aucun marché. La frontière tenue entre le *market making* et la spéculation pour compte propre a par ailleurs incité les banques à spéculer sous couvert de services à la clientèle.

Il était logique que les régulateurs corrigent ces *loopholes* qui avaient provoqué la faillite ou quasi faillite d'un grand nombre de banques [non françaises, rappelons-le]. Ils l'ont fait avec l'ardeur de la frustration d'avoir été floués. Le résultat pratique est que les activités de *trading* et de *market making* sont devenues trop coûteuses en fonds propres pour être rentables et/ou trop complexes à gérer dans des véhicules spécialisés.

En conséquence, les professionnels de la liquidité des marchés sont en voie de devenir inactifs.

### **Des spéculateurs qui chevauchent la tendance**

Sauf quand ils disposent d'informations privilégiées [un objectif poursuivi par nombre d'entre eux, peu ou mal encadré par le régulateur américain], les professionnels de la spéculation, les *hedge funds* en particulier, sont des opérateurs comme les autres. Ils n'ont pas de boule de cristal ni de martingale gagnante. La spéculation est d'autant plus difficile pour eux que cette activité demande du temps, en particulier quand elle s'exerce à contre tendance, alors que ces opérateurs ont un horizon quasi immédiat. Dans l'immédiat, le seul moyen de gagner est d'aller avec la tendance et, dans cette tendance, d'agir plus vite que les autres. Deux conséquences.

La première est que l'immense majorité des spéculateurs à la petite semaine sont des *trend followers*. Ce ne sont donc pas des apporteurs de liquidité mais des demandeurs de liquidité : ils contribuent ainsi à la volatilité des marchés et à l'accélération des tendances, double occasion pour eux de gagner quand ils agissent plus vite que les autres.

La seconde est que pour assurer le gain de temps, ces acteurs mettent en batterie des logiciels d'intervention ultra rapide pour anticiper le mouvement normal du marché et, surtout, pour manipuler les anticipations des autres acteurs en inondant les carnets d'ordre par des ordres fictifs retirés avant qu'ils puissent être exécutés.

Ce *High Frequency trading*, essentiellement en *trend following*, n'apporte donc pas de liquidité aux marchés, mais la préempte à son profit, contrairement à une étude récente réalisée sous l'égide de la Banque d'Angleterre, concluant comme d'habitude conformément aux intérêts de la City. En fait, loin d'alimenter le marché, le HFT étouffe son bon fonctionnement. Il peut même provoquer des crises

quand les ordinateurs s'emballent. Quand on sait que son activité implique plus des deux tiers des volumes des grands marchés, on se demande s'il n'est pas scandaleux de le laisser agir au détriment des acteurs qui, eux, justifient l'existence de ces marchés par leurs intérêts économiques légitimes.

### **Sans liquidité, les marchés sont volatils, instables, et systémiques**

Si l'évolution des prix est déterminée essentiellement par l'action des spéculateurs à court terme, tous les autres acteurs professionnels étant passifs ou absents, il est clair que les tendances sont exacerbées par les *trends followers*, et les retournements de tendances sont brutalement accélérés.

Dans un tel contexte, les régulateurs et les politiques ont la satisfaction de penser que les risques de marchés, leur volatilité, leur instabilité, leurs crises éventuelles n'affecteront que marginalement les systèmes bancaires hyper-capitalisés et/ou inactifs. Il ne sera plus question que le contribuable puisse sauver une banque. Le G 20 peut affirmer et confirmer : *never again !*

Satisfaction limitée car les risques et les crises n'ont pas disparu ; au contraire leur importance est d'autant plus probable qu'ils auront été transférés des banques vers d'autres acteurs communément regroupés dans le *shadow banking*, en fait l'ensemble des investisseurs, assureurs, fonds gérés collectivement ou individuellement, tous les acteurs susceptibles d'acquérir les actifs et les risques des marchés financiers. Ces acteurs moins compétents que les banques, moins armés pour faire face aux problèmes, moins cartographiés et régulés que les banques seront sans nul doute un troupeau de moutons Panurge en période d'incertitude et de crise. Ils ne trouveront pas de liquidité pour leurs actifs lorsqu'ils en auront besoin. Ils connaîtront l'enchaînement diabolique de la baisse des prix, des pertes immédiates du *mark to market*, des cessions pour couvrir les pertes et des catastrophiques augmentations de fonds propres. Les meilleurs de ces gestionnaires de capitaux tenteront d'adapter leurs portefeuilles à ces nouveaux risques de liquidité, diminuant significativement leur rendement, sans garantir les sorties en bon ordre en cas de crise.

La morale de cette évolution est qu'il faut éviter la faillite des banques, mais qu'en revanche, les investisseurs peuvent et doivent supporter leurs pertes. *Caveat emptor !*

Il faut avoir le courage d'affirmer qu'une telle perspective est d'une incroyable naïveté. L'idée qu'un Etat assistera passivement à l'effondrement des valeurs de ses fonds de pension et celles de l'épargne collective et privée de ses nationaux est une vue de l'esprit. Faut-il rappeler que plus grand sauvetage de la crise des *subprime* fut, non pas AIG ou Citibank, mais l'intervention des autorités américaines pour garantir la valeur des trois mille milliards de dollars des *Money Market Funds*. Ces fonds sont l'archétype du *shadow banking*, et des pourvoyeurs de crédit des marchés.

En cas de crise de marchés, nous verrons intervenir les banques centrales, pourvoyeurs de liquidité en dernier ressort et porteurs ultimes des pertes, ou les garanties étatiques, comme pour les *Money Market Funds*. Pauvre contribuable ! Comme Ulysse dans ce beau détroit de Messine, il connaîtra la sensation d'aller de Charybde en Scylla.

Jean-François LEPETIT<sup>1</sup>

Ancien Président de la C.O.B. et du C.N.C., Administrateur de BNP PARIBAS

---

<sup>1</sup> L'auteur a développé certains des points abordés dans cet article dans un livre intitulé « *Dysfonctionnement des marchés financiers* » ECONOMICA, 2014.



## LA TRANSPARISATION DES PORTEFEUILLES SOUS SOLVABILITÉ II : DES ENJEUX MAJEURS AU-DELÀ DES SEULS ASSUREURS

*« Rien n'est permanent, sauf le changement. »*

Héraclite d'Ephèse

La Directive Solvabilité II aura donné à la langue française un nouveau mot : la transparence. La « transparence » consiste à détailler, en montants et caractéristiques, pour chaque ligne de fonds présente dans un inventaire, les positions du fonds détenu. Cela consiste à apporter une transparence totale sur les lignes d'actifs détenues par un institutionnel soumis à Solvabilité II, que celles-ci soient détenues de manière directe ou indirecte.

Jusqu'à présent, en France, l'état annuel des placements C5 détaillait les lignes d'actifs détenues de manière directe, et indiquait simplement le poids de détention de chaque fonds.

Désormais, l'article 132 de la Directive Solvabilité II prévoit le principe de la « personne prudente » : *« Les entreprises n'investissent que dans les actifs et instruments présentant des risques qu'elles peuvent identifier, mesurer, suivre, gérer, contrôler et déclarer de manière adéquate, ainsi que prendre en compte de manière appropriée dans l'évaluation de leur besoin global de Solvabilité. »*

L'une des conséquences de cette mise en œuvre est une connaissance, au niveau le plus fin, des actifs en portefeuille. D'où un regard en « look-through » des fonds détenus, pour utiliser le terme anglo-saxon, traduit par transparence.

L'article 84 du Règlement délégué du 10 octobre 2014, complétant la directive 2009/138/CE, précise clairement que *« le capital de solvabilité requis est calculé sur la base de chaque actif sous-jacent des organismes de placement collectif et autres investissements sous forme de fonds (approche par transparence) »*.

Rappelons que le principal objectif de la Directive Solvabilité II est de mieux prévenir les risques de défaillance des assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance.

Cet enjeu conduit les institutionnels, depuis plusieurs mois déjà, à ajuster leurs allocations d'actifs pour concilier les objectifs de performance avec le coût en capital et l'obligation de transparence des fonds détenus. Dans ce contexte, les compagnies et mutuelles d'assurance ont besoin d'obtenir de leurs partenaires, sociétés de gestion principalement, des reporting de qualité et transparents sur leurs investissements. Elles attendent des données enrichies, l'analyse en transparence des fonds et des éléments de calcul du SCR (Solvency Capital Requirement) pour leur permettre de répondre aux exigences de la réglementation.

L'approche par transparence impose de détailler chaque investissement dans les lignes des fonds détenus, en montants et caractéristiques, que le support d'investissement relève des Directives UCITS ou AIFM, ou de toute autre forme de produit collectif. Dans le cas de fonds de fonds, il est nécessaire de retrouver les positions de chaque fonds sous-jacent. Tous les fonds sont concernés y compris les fonds monétaires et ceux dédiés à l'immobilier. Selon la typologie des fonds concernés - fonds actions, fonds obligataires, fonds monétaires, et même fonds indiciaires -, et les montants investis, les bénéfices de la démarche sur la mesure des expositions aux risques sont très variables.

Ainsi, la transparence des actifs consiste en la reconstitution ligne à ligne des fonds détenus en portefeuille, au prorata de la quote-part détenue par l'institutionnel. En théorie, cela peut sembler simple. Dans la pratique, l'exercice se révèle particulièrement complexe et soulève des problèmes à la fois techniques, informatiques et juridiques.

Par exemple, si un fonds détient des parts de fonds, eux-mêmes investis en partie dans d'autres fonds et ainsi de suite, le processus devient rapidement lourd et coûteux. Retrouver les actifs sous-jacents suppose alors d'analyser un nombre très élevé de lignes et de lever des obstacles juridiques sur la propriété des données pour les obtenir. A cela s'ajoute la multiplicité des intervenants. La plupart du temps, en cas de détention par un assureur de plusieurs fonds, ceux-ci sont gérés par des sociétés de gestion différentes, augmentant de facto le nombre d'interlocuteurs, donc les délais et la charge de travail pour obtenir les informations nécessaires si l'information n'est pas centralisée chez un unique dépositaire.

Certaines classes d'actifs sont plus problématiques que d'autres.

Cela peut tenir d'une part à la nécessité d'une analyse croisée de plusieurs risques identifiés dans Solvabilité II. Ainsi, pour chaque ligne d'un fonds d'obligations convertibles, il conviendra de calculer le risque de taux y afférant, mais également le risque de crédit et le risque actions... et éventuellement un risque de change. De même, sur un fonds monétaire, par nature a priori à faible niveau de risque, il faut isoler le risque de taux, le risque de crédit, mais aussi le risque de contrepartie, lié à des opérations de swaps ou de prêts de titres. Les informations existent, sont disponibles, mais le calcul final est coûteux en temps.

Certains produits se révèlent, par nature, complexes à transcrire.

Ainsi, le régulateur européen, l'EIOPA, a récemment assoupli les règles prudentielles concernant les investissements en infrastructures. La Commission Européenne a validé les points clefs le 29 septembre dernier. Désormais, est appliquée à cette nouvelle classe d'actifs une charge faciale en capital de 30% pour les investissements en fonds propres et une réduction « d'environ 30% » pour des infrastructures sous forme de dette, bénéficiant d'un rating minimal BBB (la charge varie en fonction de la notation et de la durée). Les infrastructures sous-jacentes doivent être localisées dans l'Union Européenne ou dans un pays de l'OCDE. Concrètement, l'Autorité de contrôle a convaincu la Commission Européenne de créer une « *classe d'actifs propre sous Solvabilité II* » pour ces investissements de long terme de plus en plus prisés par les assureurs. A ce titre, ils disposeront, dans la formule standard, de leurs propres critères de transparence et de standardisation même si « *de tels investissements sont reconnus comme complexes et hétérogènes* », selon l'EIOPA.

Certes, le régulateur ajuste ses mesures, afin d'éviter toute rupture dans les portefeuilles des assureurs. Le périmètre de la clause de grand-père sur le risque Actions a été revu dans les amendements du 30 septembre 2015. D'une part, la mesure transitoire portant sur les investissements en actions est étendue aux actions non cotées, de manière à éviter des cessions d'actions précipitées de la part des organismes d'assurance... L'intention est louable, mais n'arrive-t-elle pas trop tard, à trois mois de la mise en œuvre opérationnelle de la Directive Solvabilité II.

D'autre part, un nouveau paragraphe a été introduit pour préciser l'application de cette clause aux actions détenues via des fonds d'investissements ou OPCVM. Ainsi, lorsque l'application par transparence des transactions n'est pas possible, la clause de transition s'applique à la part d'actions détenue par le fonds en accord avec l'allocation cible applicable au 1er janvier 2016, à condition que celle-ci soit disponible. La part d'actions à laquelle s'appliquera le taux préférentiel transitoire sera réduite annuellement de la part de rotation effective au sein du fonds. Si la part d'actions cible du fonds augmente, la part d'actions pour laquelle la clause de transition s'applique n'augmente pas. De fait, il appartiendra aux sociétés de gestion de produire le taux de rotation de chaque fonds, selon la norme AMF (mais divisé par deux, pour ne tenir compte que des achats), corrigé des flux de souscriptions-rachats.

A l'inverse, le traitement de la transparence des ETF est un point qui n'est toujours pas réglé, alors même que ceux-ci constituent de l'ordre de 7% en moyenne des portefeuilles institutionnels européens.

Sur le plan pratique, l'opération se révèle déjà complexe pour un ETF en réplique physique. Le principal risque de contrepartie, dans ce cas, émane des activités de prêts de titres. Outre le risque de défaut des emprunteurs de titres, se pose le risque de réinvestissement du cash déposé en garantie. L'analyse en transparence requiert de connaître la part du fonds qui est prêtée, ainsi que la proportion des revenus générés, reversée aux détenteurs du fonds.

C'est encore moins lisible pour un ETF synthétique, qui intègre des séries de swaps, ou pour les produits sophistiqués de type smart bêta ou ETF avec effet de levier. Il faut mesurer le risque que la banque qui sert de contrepartie au swap ne puisse plus payer la performance de l'indice. L'analyse en transparence doit donc intégrer la qualité du panier de substitution, ou collatéral, mis en place par l'émetteur d'ETF, ainsi que le risque de mismatch entre le panier et les composants de l'indice de référence initial.

La profession attend que le régulateur clarifie rapidement sa position sur ces instruments : les assureurs, mais également les structureurs d'ETF ainsi que les gestionnaires d'actifs dont plusieurs d'entre eux ont constitué un groupe de travail sur ce thème au sein du Club Ampère.

La nouvelle contrainte réglementaire de transparence des portefeuilles d'actifs est donc un véritable défi pour les institutionnels concernés, car elle requiert une capacité industrielle pour réaliser la transparence et pour enrichir les données de manière homogène dans les délais requis. L'automatisation de la procédure est complexe à mettre en place du fait de la multiplicité des acteurs, des contraintes juridiques, des délais de diffusion et de l'accroissement exponentiel du nombre de lignes et d'instruments à traiter.

Par ailleurs, au-delà du premier niveau de transparence pour la société de gestion, l'hétérogénéité des données collectées obère significativement la qualité des mesures. La collecte des données auprès de tiers, les calculs de SCR, et la publication des reporting trimestriels, sont réglementairement de la responsabilité de l'assureur et de lui seul.

Si l'on prend l'exemple d'un assureur, qui détient 250 lignes d'actifs en direct, ainsi que 50 fonds et unités de compte, il devra récupérer plus de 400 000 données financières pour calculer le SCR de marché et produire le reporting réglementaire trimestriel (QRT sur les actifs). Les difficultés techniques et informatiques constituent un premier écueil, mais l'enjeu majeur est financier : la transparence a un coût, d'autant plus élevé que la gestion financière est externalisée via un grand nombre de fonds, chez de nombreuses sociétés de gestion différentes.

Cette analyse a déjà conduit plusieurs institutionnels à procéder à un « choc de simplification » plus ou moins fort : réduction des prestataires externes, voire externalisation de l'intégralité de la gestion d'actifs auprès d'un nombre restreint d'acteurs (entre un et quatre), transfert sous mandats et fonds dédiés des gestions via fonds ouverts.

Si, en première approche, ces choix permettent une meilleure vision des risques générés par la gestion d'actifs, ils se font, in fine, au détriment d'une réelle diversification des portefeuilles, en restreignant de fait les sociétés de gestion partenaires, mais aussi en limitant ou réduisant les investissements dans les classes d'actifs « satellites ».

Les superviseurs se sont rendu compte, au fil des exercices de tests demandés aux assureurs, des problèmes pratiques de collecte d'un grand nombre de données, et des capacités réduites de beaucoup d'acteurs à en vérifier la traçabilité, la robustesse, la cohérence et la véracité. L'ACPR reste très vigilante sur les politiques de gouvernance des données qui sont mises en place chez les assureurs français.

Néanmoins, les spécifications 2014 de l'EIOPA sur l'approche par transparence proposent une méthode alternative aux organismes n'étant pas en mesure d'appliquer l'approche par transparence à un fonds d'investissement. Cette approche, dite « par agrégat » (*data groupings*), consiste à classer les actifs du fonds en différents groupes en fonction des chocs de marché auxquels ils sont soumis. Elle peut être appliquée sous les conditions suivantes :

- ✓ le fonds respecte les allocations d'actifs prévues par son mandat, ce qui suppose que ce dernier est considéré comme suffisamment fiable ;
- ✓ le gestionnaire du fonds est en mesure de procéder à des regroupements d'actifs en fonction des critères exigés dans les calculs du SCR marché (c'est-à-dire en fonction de leur durée, leur devise, leur qualité de crédit, leur zone d'émission, ...)
- ✓ ces regroupements ne peuvent être réalisés que dans la limite de 20% des actifs totaux détenus par l'organisme.

Ainsi, lorsque l'approche par transparence n'est pas possible, l'assureur peut utiliser de façon prudente l'allocation cible du fonds ou encore une approche par regroupement de données limitée à des actifs représentant moins de 20 % du total des actifs de l'assureur.

Cette évolution n'occasionne pas de changement quant au fait qu'un choc « Action de Type 2 », c'est-à-dire 49% plus ou moins l'ajustement symétrique (*Equity Dampener*), doit être appliqué aux actifs et expositions indirectes pour lesquelles l'organisme n'a pas été en mesure d'appliquer l'approche par transparence et lorsqu'il ne dispose pas des informations suffisantes pour calculer le SCR à partir de l'allocation d'actifs prévue par le mandat du fonds d'investissement.

Il reste que, pour un acteur de taille moyenne, dans le cas d'une volonté d'avoir un nombre de lignes limité, tout en s'assurant d'une diversification suffisante, la bascule vers des fonds dédiés ou de mandats semble être une solution simplificatrice qui limite les coûts et difficultés de la transposition et de suivi a posteriori des portefeuilles.

En scindant son actif dans des poches séparées, en fonction des types d'instruments pour éviter les redondances de valeurs d'une poche à l'autre, l'institutionnel va se mettre en position de connaître en permanence les actifs qu'il détient et de pouvoir s'assurer de leur contrôle, tout en exerçant son pouvoir de vérification des sous-traitances de manière bien plus efficace qu'auparavant.

La Direction des Risques pourra suivre, avec des fréquences de plus en plus rapprochées, les risques attachés à ces lignes et informer la Gouvernance de leurs évolutions.

La gestion des risques induite de la Directive Solvabilité II est une évolution nécessaire pour les quelques mille sociétés d'assurance européennes.

Elle impacte de manière importante la gestion des portefeuilles d'actifs institutionnels, compte-tenu du poids des risques de marché dans le besoin en fonds propres final. Elle touche donc tout aussi directement l'industrie française de la gestion d'actifs, qui doit, a minima, s'organiser pour produire aux clients institutionnels les données et informations nécessaires, dans un contexte de réduction des marges et de contrôle accru des coûts de gestion.

Sylvie MALECOT  
Présidente de MILLENIUM

## **SOLVABILITÉ II : UNE OPPORTUNITÉ POUR RENFORCER ET ENRICHIR LE DIALOGUE ENTRE LES SOCIÉTÉS DE GESTION ET LES INVESTISSEURS**

Les exigences réglementaires en matière de transparence et d'information sur les placements financiers sont de plus en plus fortes.

Elles s'inscrivent dans une tendance de fond qui a pris beaucoup d'ampleur après la crise financière de ces dernières années. Les inquiétudes, légitimes, de nos régulateurs sur l'accroissement des risques financiers, la solidité du système et la solvabilité de ses acteurs se sont traduites par une inflation de réglementations sans précédent.

De toutes ces nouvelles réglementations, Solvabilité 2, qui est destinée aux assureurs, a paradoxalement un impact fort sur l'organisation de la gestion d'actif. Le régulateur est peut-être même sur le point de significativement améliorer la transparence des investissements et, d'une façon détournée, d'une partie des marchés financiers.

La nouvelle directive s'attaque directement aux relations commerciales entre les sociétés de gestion et leurs clients assureurs. De facto, toutes les sociétés de gestion sont concernées : les sociétés européennes comme les autres, dès qu'un de leurs clients est un assureur européen soumis à Solvabilité 2. Après les Français, les Anglais, les Allemands... voici que les Suisses et les Américains notamment, adaptent leurs offres et leurs rapports pour satisfaire les nouvelles exigences. Il ne reste plus qu'à faire valoir le principe d'égalité de traitement de la clientèle pour que tout investisseur bénéficie potentiellement de ces nouvelles dispositions.

Ces dispositions ont un impact sur l'ensemble du cycle de délégation, depuis la définition des allocations et des contraintes, jusqu'à la restitution des résultats, des performances et des risques, en passant par les activités de gestion proprement dites.

Sur le plan des allocations, alors que se multiplient les offres de gestion sous contrainte de « Solvability Capital Ratio », l'accent est mis sur la gestion des risques financiers. La recherche de rendement, exacerbée par la conjoncture de marché actuelle, se trouve ainsi naturellement balancée par des considérations d'analyse des risques. Les exigences en matière de gouvernance poussent les acteurs à construire un discours clair et étayé sur ces aspects. D'une part, il s'agit, pour les gérants d'actifs, de présenter leurs choix de manière simple, face à un public d'administrateurs qui n'est pas toujours au fait des dernières techniques d'investissement. D'autre part, il s'agit pour les assureurs, d'établir et de communiquer, s'ils le souhaitent, leur profil de risque. Il est impossible, pour une société de gestion d'apprécier le SCR d'un assureur et donc de proposer une offre dédiée sans connaître ce profil.

Mais c'est surtout sur le plan du reporting de gestion que les effets de cette nouvelle réglementation sont les plus visibles.

Solvabilité 2 a considérablement accrue le volume d'informations échangées pour satisfaire les différentes obligations des assureurs.

Que ce soit pour calculer des SCR (pilier 1 de la nouvelle réglementation), piloter ses risques et instruire les prises de décision (pilier 2) ou produire son reporting (pilier 3), il n'est plus possible de



s'appuyer sur de simples données d'inventaires comptables. Au-delà des éléments de position ou de valorisation, plus d'une centaine d'informations complémentaires sont aujourd'hui nécessaires.

Par ailleurs les exigences de transparence des investissements dans les fonds ou au travers d'instruments dérivés ont considérablement accru le nombre d'instruments financiers à analyser. Un simple investissement dans un fond peut représenter plusieurs centaines de lignes d'instruments, la décomposition d'un indice pour un dérivé tout autant. Le volume d'information a été multiplié par un facteur 1000. La transparence des investissements est à ce prix.

Cette situation est amplifiée par le fait que tous les acteurs de la filière sont concernés. Les gérants d'actifs qui doivent désormais échanger l'information concernant les fonds dans lesquels ils investissent, les investisseurs mais aussi les prestataires.

Dans ce contexte, des assureurs et des gérants d'actifs Français ont été les premiers à réfléchir ensemble sur l'opportunité de normaliser ces échanges. En 2013, le Club Ampère a publié un premier dictionnaire de données permettant aux sociétés de gestion et aux assureurs de s'échanger des informations pour respecter Solvabilité 2. Deux années plus tard, avec le soutien de l'AFG, ce dictionnaire est devenu un format d'échange, défini de concert avec les associations professionnelles européennes, l'IA et le BVI, équivalents de l'AFG au Royaume uni et en Allemagne notamment.

Ce reporting Tripartite ou TPT a vocation à fournir aux gérants d'actifs, aux intermédiaires et aux investisseurs un support commun pour échanger des informations extrêmement détaillées sur les investissements. C'est un support d'échange aujourd'hui reconnu en Europe. Une première étape pour enrichir le dialogue entre les sociétés de gestion et leurs clients.

Pierre MAUGERY-PONS

Vice-Président de EFESO CONSULTING, Animateur du Club Ampère

*Fondé en 2008, le Club Asset Management Performance et Reporting (AMPERE) regroupe des sociétés de gestion autour des problématiques de reporting et de transparence de leurs investissements, de mesure de performance et de risque.*

*Il regroupe aujourd'hui, sous l'égide d'EFESO CONSULTING, 22 sociétés de gestion : Agicam, Amundi, Allianz Global Investors France, AVIVA Investors France, AXA Investment Managers, BNP Paribas Investment Partners, CM-CIC Asset Management, Covea Finance, CANDRIAM, DNCA Finance, Edmond de Rothschild Asset Management, EGAMO, Groupama Asset Management, La Banque Postale Asset Management, La Française AM, Lazard Frères Gestion, Lyxor Asset Management, Natixis Asset Management, ODDO Meriten Asset Management, OFI Asset Management, SMA Gestion, SCOR Investment Partners.*

*Les travaux du Club portent sur différents thèmes : organisation des filières de production, analyse d'impact des projets réglementaires, comparaison d'offres de prestataires, recherche appliquée en matière d'analyse de performance et de risque...*

*Une partie de ses publications ont vocation à être diffusées le plus largement possible pour être appliquées par les différents acteurs de l'industrie et favoriser l'émergence de standards de place. Parmi les publications récentes on peut citer : une méthode d'attribution de risques, une comparaison des modèles d'attribution de performance sur les portefeuilles multidevises, et le modèle de reporting S2 TPT.*

*Actuellement, le Club travaille sur la finalisation d'un modèle de reporting S2 pour les investissements en UC, sur les reporting de mandat d'assurance, la mise en œuvre des techniques de « swing pricing ».*

## COMMENT SOLVABILITÉ II STRUCTURE L'ALLOCATION D'ACTIF DES ORGANISMES ASSUREURS : LE GRAND ÉCART ENTRE CROYANCES ET RÉALITÉS

Le renforcement des procédures et des règles prudentielles depuis 2008 a pour but de renforcer la stabilité financière. Cependant, en harmonisant les comportements et en voulant protéger un niveau minimal de fonds propres, ces règles peuvent conduire à l'apparition d'un risque systémique. Les autorités régulatrices ont pris conscience de ce risque et prévu certaines mesures correctrices.

Les acteurs, faute de temps, peuvent être tentés de se concentrer sur les indicateurs réglementaires de risque plutôt que sur les risques eux-mêmes. La tentation est grande de conclure un peu vite. C'est pourquoi nous allons insister sur les principaux pièges.

### 1. Ne pas confondre pilotage de la solvabilité et minimisation du SCR

La directive Solvabilité II établit un nouveau système de solvabilité qui se veut plus adapté aux risques effectifs qui pèsent sur les organismes d'assurances.<sup>2</sup>

Solvabilité II s'appuie sur une vision économique de l'ensemble des postes du bilan (placements, provisions, ...). Il s'agit de déterminer un excédent d'actifs par rapport aux engagements. **Les fonds propres** sont définis comme la différence entre la valeur (de marché) de l'actif et la valeur (fair value) des engagements : ils sont **très sensibles** aux méthodes d'évaluation des provisions, mais aussi à **l'allocation d'actif**.

Le niveau des fonds propres exigés (le SCR) dépend, pour sa part, directement de l'allocation d'actif et de l'équilibre actif-passif. Le ratio de solvabilité, FP/SCR, **dépend donc de l'allocation d'actif aussi bien au numérateur qu'au dénominateur**. En déterminant l'allocation d'actif en fonction du seul dénominateur (le SCR), **on risque de dégrader la solvabilité**.

### 2. Ne pas croire que Solvabilité II dissuade les organismes d'assurances d'investir en actions

Le choc standard paraît élevé (39% +/- 10%). Mais :

- Le choc de la formule standard ne représente pas le coût en fonds propres. Celui-ci est diminué par l'effet de diversification, l'absorption par les participations aux bénéficiaires futures et des impôts différés.
- Le stress test de l'état T3 dans l'ancienne réglementation était de 40% sur les actions, sans atténuation.
- Les mesures transitoires d'entrée dans Solvabilité II offrent des abattements considérables (en 2016 et jusqu'en 2023) par rapport au choc standard.

**Le choc sur les actions n'est qu'une étape de calcul du SCR actions. Ce choc est ensuite atténué en tenant compte :**

<sup>2</sup> La marge de solvabilité sous Solvabilité I était exclusivement fondée sur le passif du bilan.

- De l'effet diversification, calculé sur l'ensemble de l'actif.
- De l'absorption partielle du choc par le passif (une perte financière diminue les impôts futurs et les participations bénéficiaires futures).

Il s'ensuit que :

- Le SCR actions est inférieur au choc de la formule standard.
- Le SCR ne **peut pas être calculé** pour un produit financier particulier.

Pour un produit obligataire, le SCR taux dépend de l'écart de duration entre l'actif et le passif. Ajouter des actions peut diminuer le SCR marché par effet de diversification.

### **3. Le SCR n'est pas un bon indicateur de risque pour l'allocation d'actif**

L'allocation d'actif suppose de définir un critère de risque et un critère de performance, et consiste à réaliser une optimisation bicritère. Minimiser le SCR à une date donnée, ne minimise pas le risque :

- Le SCR est peut-être un niveau de fonds propres que la réglementation a voulu baser sur le risque, mais en pratique il ignore certains risques (liquidité, émetteurs « souverains », inflation, ...) et en minore certains (taux). C'est pourquoi il leur est demandé, au delà du SCR, de piloter leurs risques. Il s'agit du pilier II de la directive et de l'ORSA (auto évaluation des risques). Il est facile de minorer le SCR en se concentrant sur ceux des risques qu'il ne prend pas en compte.
- Nous avons vu au premier paragraphe que vouloir minorer le SCR peut dégrader la solvabilité.

Le ratio de solvabilité FP/SCR **projeté dans un an sous forme de distribution de probabilité** permet de construire une allocation d'actif avec comme critère de performance la moyenne du ratio dans un an et comme indicateur de risque sa solvabilité (ou une VaR).

Les résultats sont très différents de ce qu'on obtient en cherchant à minorer le SCR instantané, et beaucoup moins adaptés au pilotage de la solvabilité.

Michel PIERMAY  
Président de FIXAGE

\* \* \*