

# IDEES GESTION TAUX

JUIN 2016

Document destiné aux clients institutionnels

## CONSEQUENCE SII SUR L'OFFRE D'ASSET MANAGEMENT FIXED INCOME

- Solvabilité II est un défi en termes de systèmes et de données
- La réforme impose d'adapter les gammes de produits et les processus de gestion
- Les asset managers devront surtout prouver leur proactivité pour :
  - Revisiter les mandats pour renforcer la coopération
  - Mettre au service de leurs clients l'expertise nécessaire à l'accès à de nouvelles classes d'actifs

La nouvelle réglementation prudentielle de l'assurance en Europe est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2016. Bien au-delà des seuls assureurs, Solvabilité II impacte fortement le secteur de la gestion d'actifs. En effet, cette réglementation repose sur trois piliers qui directement ou indirectement ont des conséquences pour les gérants. Le Pilier 1 détermine les exigences quantitatives de solvabilité, les « *Ressources Financières Disponibles - AFR* » devront être supérieure au « *Capital de Solvabilité Requis - SCR* », il impacte en particulier l'allocation stratégique d'actifs. Le Pilier 3 regroupe les exigences en matière d'informations prudentielles publication et reporting, il impacte toute la procédure de fourniture des données (qualité, traçabilité) sur les actifs. Enfin le Pilier 2 « *gouvernance et contrôle* » impacte directement les relations client (assureur) et sous-traitants (gérants d'actifs). L'exigence de l'ORSA<sup>1</sup> (évaluation interne du risque et de la solvabilité) implique un suivi et une évolution dynamique de l'allocation d'actif.

Si jusqu'à présent les assureurs ont prioritairement sollicité leurs gérants sur les données et le reporting, l'industrie propose doré déjà des idées en matière d'évolution de la gestion.

### Besoins en matière de données

Avec l'entrée en vigueur de la directive les assureurs sont entrés dans la production récurrente des nouveaux reportings

<sup>1</sup> Own Risk and Solvency Assessment

réglementaire. En la matière, la nouvelle réglementation exprime de fortes attentes. Les inventaires classiques des portefeuilles ne sont pas adaptés, il faut les enrichir afin que l'assureur puisse :

- Identifier l'ensemble de ses expositions aux différents marchés et émetteurs au niveau de transparence le plus fin,
- Calculer effectivement le niveau d'exigence de fonds propres sur le risque de marché : le SCR<sub>MKT</sub>, l'un des sous-modules du calcul réglementaire du capital requis.

L'industrie de l'asset management a pris la mesure du défi. Les associations représentatives en France (AFG - Club Ampère), Allemagne (BVI) et Grande Bretagne (IMA) ont publié un modèle d'inventaire détaillé enrichi (plus de 130 données par ligne d'inventaire) qui doit permettre un échange standardisé de l'ensemble des informations nécessaires aux Assureurs<sup>2</sup>. Ce nouveau format « *Solvency-II-TPT-Version-3* » a ensuite reçu l'appui de nombreuses associations (Italie, Luxembourg, Autriche, Pays bas) dont celle de l'EFAMA<sup>3</sup>.

Ces nouvelles exigences de communication apparaissent dans les mandats, par capillarité elles doivent être anticipées sur la communication des fonds à destination de clients soumis à cette réglementation. Les conséquences sur les systèmes de back office sont aujourd'hui largement

<sup>2</sup> Voir sur le site du club ampère :

<http://www.clubampere.org/docs/gt-solvabilite-ii-format-tri-partite-v3/>,

<sup>3</sup> European Fund and Asset Management Association

implémentées. Au-delà, le gérant est lui-même directement impacté. Il ne fait aucun doute que des considérations de coût en capital doivent être intégrées comme un input supplémentaire des processus de gestion, sans pour autant remettre en cause les précédents, qu'il s'agisse des vues et espérances de rendement des classes d'actifs ou des indicateurs de risques associés. Cette réforme est pour les gérants d'actifs l'occasion d'approfondir leur connaissance client pour améliorer les processus décisionnels et transformer Solvabilité II en un nouveau cadre de gestion qui facilitera à la fois la communication et les décisions d'investissement.

Jusqu'à présent, les assureurs ont été excessivement occupés par la mise en place des trois piliers de la réforme, leurs réflexions sur l'évolution de l'allocation stratégique d'actif vont maintenant remonter dans leurs priorités, les gérants doivent anticiper.

### Evolution des Allocations Stratégiques... et des mandats

Sous Solvabilité II, l'ensemble des allocations d'actifs possibles pour un organisme assureur dépend de la structure de son passif et de ses capitaux disponibles ou plus généralement de son coût du capital. Face à un passif long, des actifs obligataires apportant une durée longue seront nécessaires pour minimiser le coût en capital lié au risque de taux d'intérêts ( $SCR_{IR}$ ), face à un passif plus court ces actifs ne seront pas indispensables. En fonction de son taux de couverture du SCR, un assureur sera plus ou moins libre d'investir dans les actifs les plus coûteux en capital. L'organisme soumis à Solvabilité II doit donc connaître finement ses besoins Actifs / Passifs. Il doit aussi préciser son coût en capital, qu'il considère le coût marginal du capital supplémentaire (le taux auquel il peut emprunter des capitaux frais) ou le coût moyen global de son capital ( $WACC$  : *Weighted Average Capital Cost*). Enfin, et la réglementation l'exige par le Pilier II, il doit définir son appétence au risque. Ses possibilités en termes d'allocation d'actifs découleront de ces trois paramètres. Conséquence pour les gérants d'actifs, les allocations stratégiques vont devenir à la fois plus précises et plus dynamiques. Les gérants peuvent aider les assureurs à affiner leur décisions entre attentes de rendement dictées par les besoins Actif / Passif, objectifs de rentabilité et limites de risques (appétence + réglementation) en étant force de proposition en matière de nouvelles classes d'actifs, de stratégies de couvertures, de prévision de rendement des actifs... In fine, Solvabilité II va entraîner pour les gérants d'actifs un resserrement de leur relation avec les assureurs. Ils seront attendus sur leur capacité à aider les clients à faire face aux exigences réglementaires et en leur proposant des actifs adaptés.

En particulier, en période de taux bas, l'attrait pour de nouvelles classes d'actifs grandit : Private Loans, Dette Infrastructure..., ces actifs demandent d'importants moyens pour la recherche d'investissements potentiels (sourcing) et le suivi du portefeuille tant en risques qu'en valorisation. Si les plus grands assureurs peuvent se lancer de façon autonome sur ces marchés, ce n'est pas le cas de tous les investisseurs. Le gérant d'actif a ici une importante carte à jouer par sa capacité à accompagner l'assureur dans sa montée en compétence sur ces actifs.

Le cas échéant cette coopération renforcée peut aller jusqu'au modèle interne de l'assureur pour lequel la longue expérience des gérants en matière de modélisation et de valorisation des instruments financiers peut contribuer à l'implémentation de la partie actifs du modèle.

Renforcer la relation passera par la révision des mandats de délégation de gestion, ces mandats devront préciser à la fois les exigences en matière de données (qualité, délais, traçabilité...) mais surtout de gestion : définition fine des objectifs, des contraintes, des limites, des budgets de SCR par classe d'actifs, des marges de manœuvre, de la politique de couverture voire dans les cas les plus avancés aller jusqu'à des mandats de protection du ratio SCR/AFR si tant est qu'une modélisation simple et réaliste puisse permettre un suivi avec une bonne approximation de ce ratio.

### Impact sur les processus de gestion.

Les processus de gestion doivent évoluer dans plusieurs directions pour intégrer cette nouvelle dimension. En amont, pour intégrer d'avantage d'informations en provenance du client : de nouveaux objectifs actifs/passifs comme des flux de passif à adosser (minimisation du SCR taux), des budgets de SCR par modules voire des définitions encore plus précises par notation / durée sur le crédit. La possibilité de simuler l'impact d'un acte de gestion sur les principales sous composantes du  $SCR_{MKT}$  : calculs ex post et simulation ex ante en formule dite standard est l'un des nouveaux standards des outils de *Front Office* pour les gérants d'actifs assurantiels.

La construction de portefeuille doit ajouter la dimension besoin / coût en capital au cadre d'optimisation classique espérance de rendement / risque. Chaque stratégie mise en œuvre dans le portefeuille est ainsi étudiée de façon classique en fonction de l'espérance de rendement attendue (du coût pour une stratégie de couverture), du risque incrémental ajouté (ou diminué) au portefeuille et de sa consommation en capital (ou du capital libéré par la protection).

- **Impacts sur l'allocation**

La formule standard incite naturellement à une réorientation de l'allocation. La classe d'actif la plus favorisée ressort clairement : les souverains ne sont pas pénalisés par un  $SCR_{SPREAD}$  (coût en capital des

obligations corporate), tous les pays euro ont dont le même coût en capital pour une même maturité. Pour autant, le Pilier II incite à ne pas abuser de cet arbitrage vers les pays les moins bien notés.

Mais au-delà du traitement particulièrement favorable des dettes d'Etats, on peut anticiper d'autres évolutions des allocations. Le SCR Spread est fonction croissante de la duration des obligations. Ainsi, on verra naturellement se renforcer une tendance existante : l'écartement des positions entre Crédit Court pour bénéficier du spread sans être trop pénalisé par le SCR correspondant grâce à une faible duration et Etat Long pour ajuster la duration globale des actifs taux fixe par rapport au passif.

Autre exemple, la dette infrastructure est depuis début avril<sup>4</sup> favorisée par rapport à une dette de même notation. Liquidité, disponibilité de ces papiers et là encore pilier II seront les facteurs limitants pour le poids de cette classe d'actifs dans l'allocation stratégique.

La collatéralisation sort aussi renforcée par la directive : les dettes en actif réels (immobilier, infrastructure...) verront leur coût en SCR diminué si elles sont collatéralisées : une dette immobilière longue pourra voir son SCR crédit diminuer, jusqu'à 50%, en fonction du niveau de collatéralisation.

Un autre impact important de la réglementation concerne les couvertures. Pour que l'effet d'une couverture soit pleinement pris en compte, il faut que l'échéance de ladite couverture soit supérieure à 1 an. La mise en place d'un programme de couverture dans le but de diminuer les besoins en capitaux devra donc être envisagée dans la durée. Si une couverture ponctuelle de fin d'année peut avoir du sens en terme de couverture du résultat comptable, elle n'en a quasiment pas en solvabilité II. Par ailleurs cette stratégie devra être construite avec l'assureur et précisément documentée en particulier dans l'ORSA.

- **Position relative des actifs en rendement par rapport au coût en capital.**

Pour aller plus loin dans l'analyse de l'attractivité relative des classes d'actifs plusieurs indicateurs existent.

Dans l'univers taux fixe, on peut définir des indicateurs basés sur les taux de marchés « corrigés » des besoins contingents en terme de capital requis (SCR) mais aussi du coût en capital (désigné ci-après comme ROE) pour obtenir ainsi le rendement instantané d'un titre, ajusté des besoins et/ou du coût en capital.

Soit  $Y_i$  le taux de marché du titre  $i$ , on peut définir :

- $Y_{i,SCR}$  : le taux de marché du titre  $i$  ajusté en SCR,  $Y_{i,SCR} = \frac{Y_i}{1+SCR_i}$
- $Y_{i,adj}$  : le rendement instantané du titre ajusté en besoin et coût du capital  $Y_{i,adj} = \frac{Y_i}{1+SCR_i} - SCR_i * ROE$

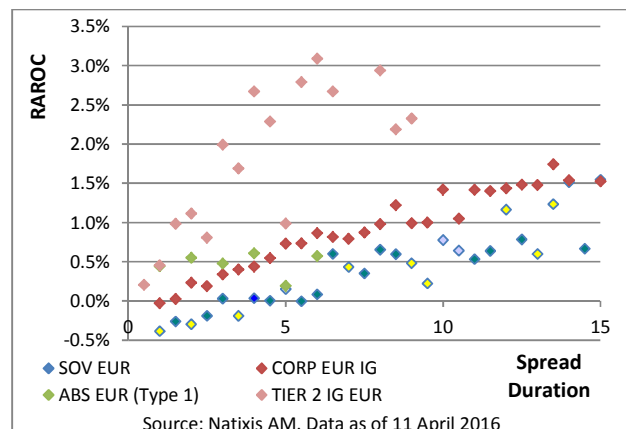
On pourra ainsi comparer le rendement ajusté de titres suivant leur notation et leur nature crédit / état pour un coût du capital donné. Cet indicateur permet de retrouver une personnalisation de l'attrait d'une classe d'actif : les assureurs ayant un coût du capital plus faible pourront plus facilement arbitrer en faveur du crédit.

Nous utilisons un indicateur plus générique du type du RAROC (Risk Adjusted Return on Capital) usuellement utilisé par les banques. Une forme approximé de cet indicateur est :

$$R = \left[ \frac{(1+y)^T + S}{1+S} \right]^{\frac{1}{T}} - 1$$

Où  $R$  est le RAROC,  $y$  le taux de rendement du titre obligataire,  $T$  la maturité et  $S$  le coût en capital.

On peut avec cet indicateur comparer l'attractivité de différentes classes d'actifs. Sur le graphique suivant nous comparons le RAROC de différentes obligations et titrisations en fonction de la duration crédit :



L'univers de comparaison peut être élargi aux titres en devises :

- Soit en considérant une utilisation en couverture de passif en devises (pas de coût de capital pour le risque de devise  $SCR_{FX}$  dans ce cas)
- Soit pour une utilisation en recherche de rendement auquel cas pour être homogène (pas de  $SCR_{FX}$ ) le rendement du titre est corrigé par le coût de la couverture exacte (*cross currency swap*)

<sup>4</sup> Commission Delegated Regulation (EU) 2016/467

## Conséquences en termes de gamme de produits :

Au-delà des conséquences en termes de communications que nous avons vues plus haut et des conséquences sur la délégation de gestion en mandat, il faut envisager si des ajustements sont nécessaires sur les gammes de produits ouverts à destination des organismes assureurs, nous citons ici quelques conséquences.

- **Simplifier les inventaires !**

Comme nous l'avons vu, les inventaires doivent être transparisés et enrichis pour que l'assureur puisse traiter les données et faire ses calculs. Ceci va défavoriser fortement les fonds de fonds dont les inventaires au niveau le plus fins seront à la fois plus lourds (nombre de lignes), plus complexes à traiter (récupération des données, méthodes de valorisation différentes suivant les fournisseurs...) et donc plus coûteux (coût des données, temps de traitement, capital...). Les produits destinés aux organismes relevant de Solvabilité II doivent prioriser la transparence et les investissements directs. Un exemple simple d'adaptation : les fonds monétaires utilisent fréquemment pour gérer leur trésorerie... d'autres fonds monétaires. Un strict investissement en lignes directes permet de diminuer de façon importante la taille de l'inventaire transparisé.

- **Multi classes d'actifs et flexibles ?**

Pour ces produits, la photo de l'inventaire à une date donnée n'est pas représentative du risque. Si un fonds a une stratégie qui lui permet de varier son exposition obligataire entre 0 et 10 en sensibilité, un inventaire ponctuel de duration moyenne à 1 n'est pas représentatif du risque taux auquel le produit peut être soumis. Il faut retraiter l'inventaire pour que le SCR calculé reflète bien l'hypothèse structurante de la réglementation : une  $Var_{99.5\%}^{1an} (5)$ . Ces produits seront donc très désavantagés à moins de prévoir explicitement une protection de la valeur liquidative.

Autre conséquence directe en termes de gamme, il faut privilégier des fonds stables, lisibles pour l'investisseur : par exemple privilégier des fonds obligataires govies par tranches de duration bien encadrées plutôt que des fonds plus généralistes avec de larges marges de manœuvre. Pour un accès pur au Crédit, on peut aussi envisager des fonds crédits avec des parts couvertes en duration taux.

## Conclusions

**La réforme du régime prudentiel européen de l'assurance a pu être considérée d'abord comme un nouveau fardeau administratif. Les nouvelles exigences en matière de données (quantité, qualité, traçabilité) sont en effet très significatives. Mais au-delà des conséquences administratives et systèmes d'information, les gérants d'actifs seront challengés pour revisiter et renforcer la collaboration avec l'investisseur assureur en revisitant les mandats. D'une part le gérant devra accompagner son client sur les besoins de modélisation, l'attractivité relative des actifs, sur l'accès à de nouvelles classes d'actifs en particulier illiquides. D'autre part il devra revisiter sa gamme de produits ouverts qui devront être plus simples et plus transparents.**

Achévé de rédiger le 16mai 2016

---

<sup>5</sup> Value at Risk « valeur à risque » à 99.5% à 1 an,

# IDEAS FIXED INCOME ///

## Natixis Asset Management

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 €  
Agrément AMF n°GP 90 009 - RCS Paris n°329 450 738  
21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13 - Tél. +33 1 78 40 80 00

Ce document est destiné à des clients professionnels au sens de la Directive MIF. Il ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie sans le consentement préalable et écrit de Natixis Asset Management.

Aucune information contenue dans ce document ne saurait être interprétée comme possédant une quelconque valeur contractuelle. Ce document est produit à titre purement indicatif. Il constitue une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables. Natixis Asset Management se réserve la possibilité de modifier les informations présentées dans ce document à tout moment et sans préavis et notamment en ce qui concerne la description des processus de gestion qui ne constitue en aucun cas un engagement de la part de Natixis Asset Management. Natixis Asset Management ne saurait être tenue responsable de toute décision prise ou non sur la base d'une information contenue dans ce document, ni de l'utilisation qui pourrait en être faite par un tiers.

Les analyses et les opinions mentionnées dans le présent document représentent le point de vue de l'auteur référencé, sont à la date indiquée et sont susceptibles de changer. Il n'y a aucune garantie que les développements futurs correspondront à ceux prévus dans le présent document.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social: 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.