



HAL
open science

La directive Solvency II : quels impacts pour les marchés et le financement de l'économie ?

Nathalie Oriol, Fabrice Pansard

► To cite this version:

Nathalie Oriol, Fabrice Pansard. La directive Solvency II : quels impacts pour les marchés et le financement de l'économie ?. Conseil d'Analyse Economique. Rapport sur le financement de l'économie dans le nouveau contexte réglementaire, n°104, La Documentation Française, pp.153-174, 2013, 978-2-11-009301-1. halshs-01066373

HAL Id: halshs-01066373

<https://shs.hal.science/halshs-01066373>

Submitted on 22 Sep 2014

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

La directive Solvency II : quels impacts pour les marchés et le financement de l'économie ?

Nathalie ORIOL
Maître de Conférences au CNAM

Fabrice PANSARD
Responsable des études de l'Autorité
des marchés financiers et professeur
associé au CNAM¹

Alors que les objectifs de performance des fonds propres et d'optimisation de la valeur actionnariale étaient au cœur de la dynamique de libéralisation financière, les turbulences les plus récentes (*subprimes*, dettes souveraines) ont remis la notion de stabilité comme principal fondement de la croissance au goût du jour. Mais la stabilité financière est une notion qu'il n'est pas aisé de circonscrire, tant au sens étymologique du terme, que dans la détermination des leviers d'actions institutionnels et réglementaires à mettre en place. Un système qualifié de stable est un système dont l'évolution est faiblement génératrice de mouvements erratiques. Cette régularité repose sur deux qualités intrinsèques : la capacité à engendrer le moins de chocs possibles et/ou la capacité à absorber rapidement les chocs subis, y compris ceux de grande ampleur. Ainsi, une doctrine réglementaire fondée sur un objectif de stabilité doit logiquement avoir pour objectif d'interagir à la fois sur les méthodes de prévention des crises et sur le potentiel de résilience de nos systèmes et de leurs acteurs-clés.

Le premier réflexe des régulateurs a été de développer des fondations parasismiques autour du principal épicycle de ces turbulences, à savoir la solvabilité de l'ensemble des acteurs impliqués dans la mission d'allocation d'épargne et d'investissement. Alors que les établissements bancaires ont été largement sous le feu des projecteurs par l'intermédiaire des démarches séquentielles du comité de Bâle, les assureurs sont devenus eux aussi concernés par la notion de marge de solvabilité avec la directive Solvency, matelas de ressources propres permettant de faire face à toute forme d'événement imprévu. Cette réglementation microprudentielle à objectif macroprudentiel a pour finalité de renforcer la capacité du système financier à absorber les chocs de grande ampleur. Mais ce choix des régulateurs, clairement en faveur de la résilience et de la diminution du risque systémique, repose sur des arbitrages délicats et peut donc avoir des effets pervers comme le souligne le récent rapport du CEIOPS sur les leçons de la crise :

« Perfect solvency regimes do not exist, if only for the simple reason that any form of regulation creates new distortion in and of itself », CEIOPS 2009

Cet article propose d'analyser les conséquences de la mise en place de Solvency 2 sur le comportement de placement des compagnies d'assurance et, ce faisant, sur le financement de l'économie. Notre analyse revient sur l'opposition potentielle entre l'objectif de stabilité et celui d'efficience allocative de l'épargne et de l'investissement, autrement dit sur la capacité des assureurs à opérer de la transformation financière et à participer au financement à long terme des entreprises et de l'économie. Est également abordée la question de la procyclicité (et donc l'augmentation du risque de variabilité des agrégats), qui peut être la résultante de la diminution du risque de ruine. Cet impact sur le financement de l'économie et les marchés doit être considéré en tenant compte des évolutions prudentielles dans le secteur bancaire, ce qui conduit à souligner la nécessité de concevoir une réglementation coordonnée dans ses différents compartiments (régulation bancaire, d'assurance et de marché). Après une première analyse de la place des sociétés d'assurance dans le paysage de l'investissement institutionnel et de leur politique d'investissement (section I), un second point permettra d'appréhender l'importance de la calibration des exigences quantitatives liées au risque de marché sous Solvency II (section II). Nous développerons enfin les différents arbitrages et distorsions possibles que pourraient sous-tendre la mise en place de Solvency II sur le plan de l'allocation épargne/investissement (section III).

I. QUELQUES FAITS STYLISÉS SUR L'INVESTISSEMENT INSTITUTIONNEL

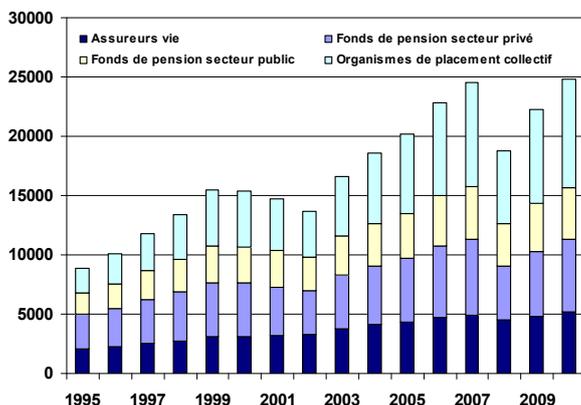
Les investisseurs institutionnels se décomposent classiquement en trois types d'acteurs : les compagnies d'assurance, les fonds de pension et les organismes de placement collectif. Si ces acteurs ont pour point commun de recycler sur les marchés financiers une épargne collectée auprès des ménages et autres investisseurs, ils se différencient sur de nombreux points, à commencer par les contraintes financières et réglementaires auxquels ils sont soumis. Ces contraintes façonnent pour l'essentiel leur politique d'investissement.

1. Une épargne longue de plus en plus intermédiée par les investisseurs institutionnels

¹ Les auteurs remercient la Fédération Française des Sociétés d'Assurance pour l'aimable mise à disposition de leurs données ainsi que Michel Fromenteau pour sa lecture attentive. Les points de vue exprimés dans cet article sont ceux des auteurs et ne sauraient engager l'AMF, la FFSA et le CNAM.

Globalement, on a assisté depuis plusieurs décennies à une montée en puissance de l'investissement institutionnel et à des évolutions assez importantes dans sa composition. On distingue en général les économies anglo-saxonnes et les économies d'Europe continentale (hors Pays-Bas). Aux Etats-Unis et au Royaume-Uni, l'orientation *market-based* du système financier et l'existence de systèmes de retraite par capitalisation ont contribué à donner depuis longtemps une place très importante aux investisseurs institutionnels, en particulier aux fonds de pension et aux compagnies d'assurance (voir graphique 1 pour les Etats-Unis). A l'opposé, le mouvement d'institutionnalisation de la détention de titres est beaucoup plus récent en Europe continentale, du fait de circuits de financement axés historiquement autour des banques (*bank-based*) et de la prééminence de systèmes de retraite par répartition.

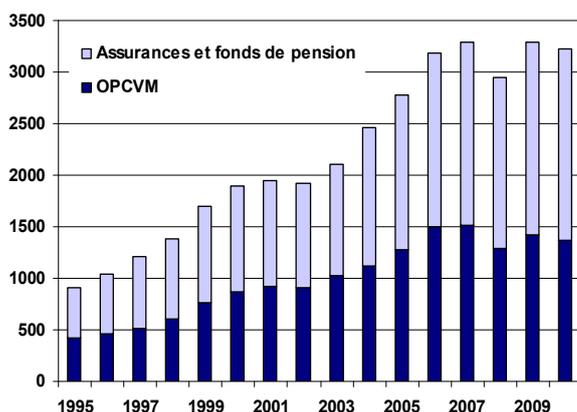
Graphique 1 : Actifs gérés par les investisseurs institutionnels aux Etats-Unis (milliards de dollars)



Source : Réserve fédérale

Cette distinction étant faite, force est de constater que l'investissement institutionnel a progressé de manière sensible en Europe continentale. Les compagnies d'assurance et, dans une moindre mesure, les fonds de gestion collective, se sont imposés comme des vecteurs très importants de captation de l'épargne financière des ménages. Cette tendance a été particulièrement marquée en France, où le niveau élevé de l'épargne longue et une politique fiscale incitative ont conduit à renforcer de manière très significative la présence des compagnies d'assurance (graphique 2). Depuis le milieu des années quatre-vingt dix, les actifs gérés par les assureurs ont ainsi progressé au rythme annuel moyen de 9,5% par an, pour représenter en 2010 environ 43% du patrimoine financier des ménages.

Graphique 2 : Actifs gérés par les investisseurs institutionnels en France (milliards d'euros)



Source : Banque de France

2. Les transferts de risque vers les épargnants à travers les organismes de placement collectif

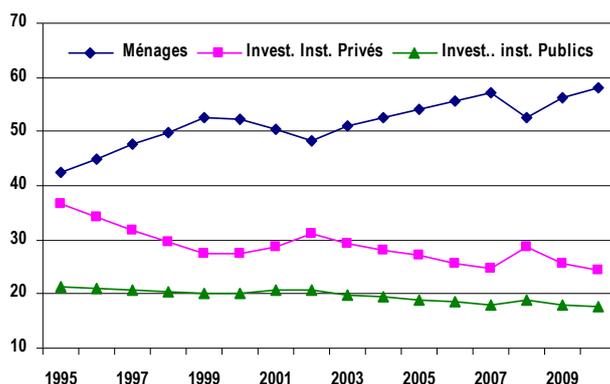
Un autre élément remarquable au cours des deux dernières décennies a été le transfert progressif du risque des intermédiaires financiers en direction des épargnants. Cela s'est matérialisé par le développement rapide des fonds de pension à cotisations définies, qui se substituent aux fonds à prestations définies dans les pays anglo-saxons, et des supports en unités de compte des contrats d'assurance vie², même si ce mouvement a été

² Les contrats en unité de compte sont des contrats d'assurance au sein desquels le risque est porté par l'assuré. Ils s'opposent aux contrats dits « en euro », qui garantissent un rendement minimum à leur souscripteur. Le risque est alors porté par la société d'assurance elle-même.

largement freiné ces dernières années dans beaucoup de pays par le contexte de crise financière et la correction sévère des marchés d'actions³. Cette tendance n'est pas neutre pour les politiques d'allocation de portefeuille des investisseurs institutionnels et, ce faisant, pour le financement de l'économie, puisque pour ce type de produits, ce sont les épargnants qui pilotent l'allocation stratégique et non les investisseurs institutionnels. Il doit en particulier être pris en compte pour l'évaluation des conséquences du durcissement des règles prudentielles.

Une estimation réalisée pour les Etats-Unis montre que, sur l'ensemble des actifs gérés par les investisseurs institutionnels, près de 60% sont alloués sur décision des épargnants/investisseurs, alors que cette proportion n'était que de 42,3% en 1995⁴. Ces chiffres montrent ainsi une moindre implication de ce type d'acteurs dans la prise en charge du risque.

Graphique 3 : Responsabilité de la décision d'allocation entre grandes classes d'actifs aux Etats-Unis
(en % des actifs gérés par les investisseurs institutionnels)



Source : Calculs des auteurs à partir de données de la Réserve fédérale

3. Des stratégies de portefeuille dictées en grande partie par la nature des engagements

Les allocations de portefeuille des investisseurs institutionnels dépendent d'un nombre assez important de facteurs, de court et de long terme. Le contexte macroéconomique et financier et son corollaire, le couple rendement-risque des différents actifs, la réglementation ou encore la nature des engagements à l'égard des épargnants, concourent ensemble à la définition des politiques d'investissement. Isoler le rôle joué par chacun de ces facteurs apparaît comme une tâche délicate.

Ceci étant, les engagements pris par les intermédiaires financiers à l'égard des épargnants/investisseurs, c'est-à-dire les contraintes de passif, apparaissent comme particulièrement structurantes en la matière. Cela explique pourquoi les portefeuilles des assureurs et des fonds de pension présentent des différences assez marquées, mais pourquoi également on peut observer de fortes différences au sein même de la population des assureurs. Le portefeuille des assureurs vie dépend de la répartition, à leur passif, entre les supports en euros et ceux en unités de compte. Les contrats d'assurance vie en euros, qui offrent une garantie en capital et une rémunération plancher, limitent la capacité des assureurs à s'exposer à un risque de marché et de liquidité et ont donc pour contrepartie de larges investissements en produits de taux et plus particulièrement en titres de dette les plus liquides des marchés obligataires. Les supports en unités de compte, comme nous l'avons vu précédemment, obéissent à une logique complètement différente. Le risque étant porté par l'assuré, c'est ce dernier qui décide à quel type d'actifs il veut être exposé. Il en résulte que la composition des portefeuilles des assureurs est dans ce cas déterminée par les choix agrégés des assurés en termes de classes d'actifs et de prise de risque.

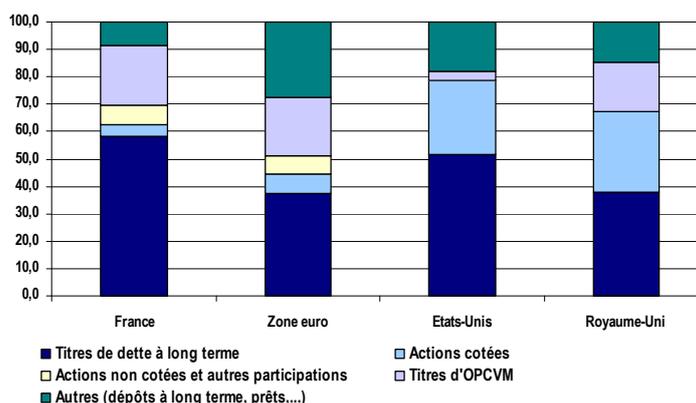
La place dominante des supports en euros dans le bilan des compagnies d'assurance dans la majorité des pays industrialisés aboutit ainsi à faire de celles-ci des acteurs très présents sur les marchés de dette. En France, par exemple, le poids des supports en euro au passif des compagnies d'assurance était selon la FFSA (Fédération française des sociétés d'assurance) de 83% en 2010 et, mécaniquement, les obligations représentaient la majorité des actifs en portefeuille. Au sein de la zone euro, un constat similaire peut être fait, puisque l'encours de titres de dettes détenus par les assureurs s'élève à 2452 milliards d'euros, soit près de 42% de leur portefeuille

³ Hoffman et Santomero (1998) expliquent que le développement des *unit-linked contracts* aux Etats-Unis a été induit par la concurrence que faisaient aux compagnies d'assurance les *mutual funds* sur le marché de l'épargne. En France, les contrats d'assurance vie en unités de compte ont progressé très rapidement à la fin des années quatre-vingt-dix, pour représenter en 2000 environ 20% des provisions mathématiques. Depuis le choc boursier de 2001-2003, la part des supports en unités de compte oscille selon la FFSA entre 17 et 22%.

⁴ Nous faisons référence ici aux allocations entre grandes classes d'actifs, typiquement entre actions et titres de dette. Les allocations au sein même des classes d'actifs, comme par exemple la sélection des valeurs au sein d'un portefeuille d'actions, relèvent des gérants et non de l'investisseur individuel.

d'actifs longs. Si l'on y ajoute les actifs détenus sous forme de prêts et de dépôts bancaires à long terme, qui sont des modalités de placement très utilisées dans les pays du Nord de l'Europe et en particulier en Allemagne, alors les produits de taux représentent environ 57% du portefeuille des assureurs de la zone euro⁵. De l'autre côté de l'Atlantique, les compagnies d'assurance sont également très tournées vers les marchés de dette. Les assureurs américains consacrent ainsi 52% de leur portefeuille aux titres obligataires et, si l'on ne prend pas en compte les actifs détenus en contrepartie des *unit-linked contracts*, la part des titres obligataires représente environ 72% du portefeuille, contre seulement 2,4% pour les actions. C'est au Royaume-Uni que le poids des actions et parts d'organismes de placement collectif est la plus importante. Cela résulte de la part traditionnellement importante dévouée dans ce pays aux supports en unités de compte dans la commercialisation de l'assurance vie et de l'épargne retraite.

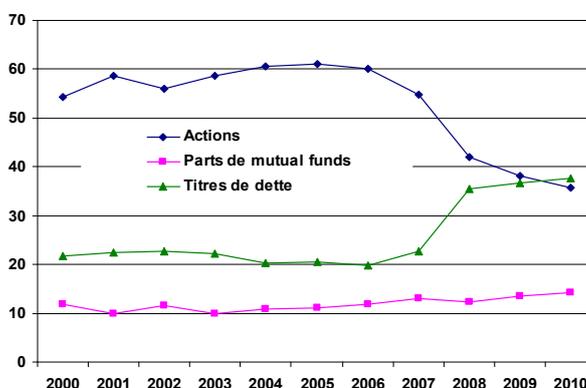
Graphique 4 : Composition de l'actif des assureurs (en % de l'actif total)



Source : Banques centrales et Office for National Statistics

Les fonds de pension à prestations définies se trouvent dans une situation assez largement différente. Leur horizon très long, la quasi-absence de contrainte de liquidité et la nature de leur engagement, à savoir le versement aux adhérents d'une pension de retraite définie par référence au dernier salaire d'activité, les conduisent à investir plus largement sur les marchés d'actions (voir, par exemple, Davis 2001). Avant la crise financière, les actions représentaient ainsi environ 60% des actifs détenus par les fonds de pension à prestations définies du secteur privé aux Etats-Unis. Depuis le début de la crise financière, la part occupée par le portefeuille d'actions a connu une réduction substantielle, puisqu'à la fin de l'année 2010, elle s'élevait à seulement 36% (et vraisemblablement à près de la moitié si l'on prend en compte l'exposition aux marchés d'actions à travers la détention de parts de *mutual funds*, graphique 5). Ce mouvement est bien sûr imputable aux réajustements de portefeuille causés par la crise financière, combinés à des effets de marché très négatifs et à la gestion extinctive de nombreux fonds de pension à prestations définies. Mais cette époque a également coïncidé avec le durcissement de la réglementation des fonds de pension aux Etats-Unis à travers l'adoption en 2006 du *Pension Protection Act*, qui a certainement apporté sa contribution à la sécurisation rapide des portefeuilles.

Graphique 5 : Composition du portefeuille des fonds de pension à prestations définies du secteur privé aux Etats-Unis (en % de l'actif total)

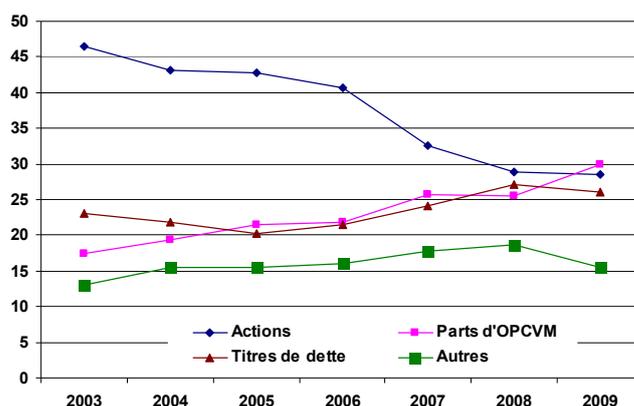


Source : Reserve fédérale

⁵ En toute rigueur, les statistiques de la Banque centrale européenne englobent les assureurs et les fonds de pension. Toutefois, dans la zone euro, le poids des assureurs est très largement dominant étant donné le très faible développement des systèmes de retraite par capitalisation en dehors des Pays-Bas.

Cette dernière remarque invite à souligner que la réglementation relative aux fonds de pension à prestations définies a évolué significativement dans beaucoup de pays industrialisés dans le courant des années deux mille, en lien en particulier avec les difficultés rencontrées par de nombreux fonds de pension à la suite du choc boursier de 2001-2003. Ces évolutions ont consisté en une utilisation plus large des valorisations en *mark-to-market* et en l'instauration de règles prudentielles davantage de type *risk-based* (Blome *et al.*, 2007), à l'image de ce qui est proposé dans le domaine de l'assurance avec Solvency II. Au Royaume-Uni, comme aux Etats-Unis, ce mouvement a coïncidé avec une réduction de la part des actions dans les portefeuilles des fonds de pension (graphique 7). Mais, là encore, il est difficile d'isoler la part respective de ce facteur dans ces réallocations de portefeuille, la période ayant été marquée par des troubles majeurs sur les marchés financiers⁶.

Graphique 7 : Composition du portefeuille des fonds de pension au Royaume-Uni (en % de l'actif total)



Source : Office for National Statistics

II SOLVENCY II ET LA MESURE DU RISQUE DE MARCHÉ

Sur le segment spécifique de l'assurance, la réglementation a évolué, au fur et à mesure de son élaboration, vers une prise en compte plus aboutie des différents risques liés au secteur. Ceux liés à la détention de titres en portefeuille constituent un point essentiel de la directive Solvency II.

1. De Solvency I à Solvency II

La démarche réglementaire autour de la solvabilité des assureurs n'est pas récente en Europe : en place depuis les années 1970⁷, ces exigences ont ensuite été transposées à l'échelle communautaire au cours des années 1990, puis révisées par le Parlement européen et le Conseil en 2002 sous la forme de la directive « Solvency I ». Cette réglementation imposait aux compagnies d'assurance de détenir une réserve de fonds propres minimale⁸, tout en laissant aux Etats-membres la latitude d'en compléter les exigences. Mais cette version préliminaire présentait un certain nombre d'écueils dont l'absence de valorisation à leur juste valeur des postes du bilan et des exigences peu au diapason avec la gestion ALM opérées en pratique par les sociétés d'assurance. La mise en chantier de Solvency II a donc vu le jour dès 2005, apportant de substantielles modifications à la réglementation, dont la mise en place de ratios d'exigences requises (SCR) et minimales (MCR) de capital⁹.

La calibration de la formule standard du SCR au sein des mesures d'application de niveau II, attendues depuis la mise en place de la 5^{ème} et dernière étude d'impact (QIS5), est un élément crucial dans l'aptitude de l'arsenal réglementaire à satisfaire des objectifs de stabilité financière. Elle sera construite sur la base de modules correspondants aux risques répertoriés par le CEIOPS suite au rapport Sharma (2002) : le risque de marché, le risque santé (souscriptions liées aux engagements santé), le risque de défaut (de toute contrepartie y compris les réassureurs), le risque de souscription lié aux engagements vie, le risque de souscription lié aux engagements non-vie et le risque opérationnel lié aux actifs incorporels.

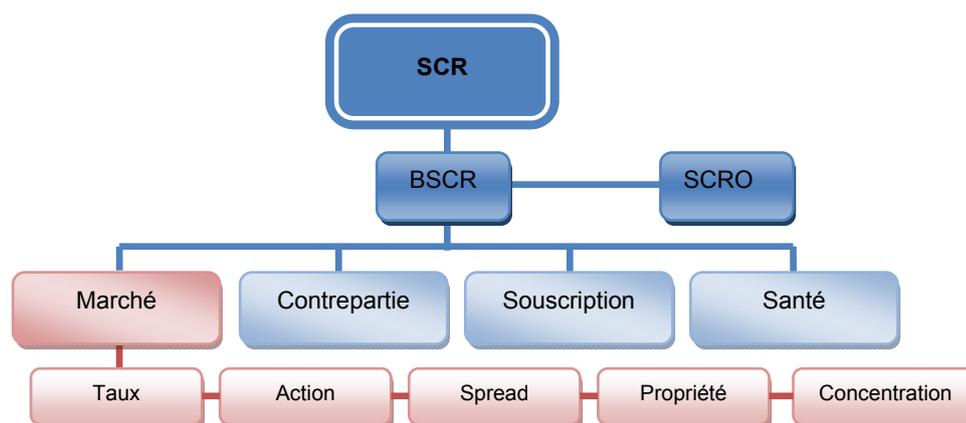
⁶ Le graphique 7 doit être interprété avec prudence, car il donne les portefeuilles de l'ensemble des fonds de pension et pas seulement des fonds de pension à prestations définies. Ainsi, la progression des parts d'organismes de placement collectif dans les portefeuilles et la baisse des actions résultent en partie de la progression des actifs des fonds de pension à cotisations définies dans le paysage britannique de l'épargne retraite.

⁷ 1973 pour l'assurance non-vie et 1979 pour l'assurance-vie

⁸ Correspondant à 4% des provisions nettes de réassurance, ramené à 1% si le risque de placement est transféré à l'adhérent.

⁹ SCR : Solvency Capital Requirement, MCR : Minimum Capital Requirement.

Figure 1 – Détail du risque de marché dans le calcul du SCR¹⁰



2. Le risque de marché sous Solvency II

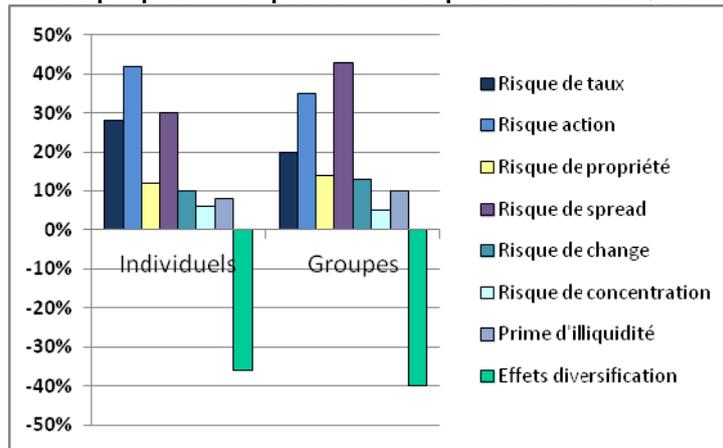
Sur le plan macrofinancier, et plus particulièrement concernant la capacité des sociétés d'assurance à maintenir leur rôle d'investisseur institutionnel, le point névralgique reste la détermination des exigences quantitatives du risque de marché, autrement dit du risque de perte qui peut résulter des fluctuations des prix des instruments financiers qui composent un portefeuille. Les six facteurs de sensibilité des actifs détenus en portefeuille et considérés comme quantifiables par le CEIOPS sont répartis dans les sub-modules suivants :

Sub-modules du risque de marché	Paramètres de calcul des exigences selon QIS5
Risque de taux	Variation de la valeur des actifs nets de passifs dans le cas d'une modification de la courbe des taux Impact de chocs de volatilité implicite (+12/-3pts) des taux d'intérêts sur la variation de l'actif net
Risque action	Perte de valeur des titres actions et risque de volatilité suite à un choc à la baisse de 30% pour les actions cotées, 40% pour les actions non cotées et 22% pour les participations Impact des variations absolues de la volatilité implicite (+10/-3pts) sur la variation de l'actif net.
Risque de propriété	Variations de 25% de la valeur des titres
Risque de spread	Signature des emprunteurs non souverains ou souverains hors EEE Duration des titres
Risque de change	Variation de la valeur nette des actifs dans l'hypothèse d'une variation à la hausse ou à la baisse de 25% des devises étrangères
Risque de concentration	Dépendant du seuil d'exposition à un seul émetteur et de la notation de ce dernier

Ces nouvelles exigences pourraient contraindre les sociétés d'assurance à modifier leur comportement d'investissement, afin d'éviter une charge en capital trop coûteuse. Les sociétés d'assurance-vie, dont le SCR est majoritairement composé du risque de marché (72,2% contre 38,3% du SCR des assurances non-vie à la dernière QIS5), sont particulièrement concernées par la calibration finale de ce module. Les sub-modules de risques de *spread* et action sont au cœur de toutes les attentions de part leur importance dans la composante du risque de marché (graphique 8), mais également eu égard aux conséquences que pourraient avoir les modifications d'allocation stratégiques (titres de dette *versus* titres de propriété en particulier) sur le financement de l'économie.

¹⁰ Le SCR (Solvency Capital Requirements) est la combinaison du BSCR (Basic SCR) composé des risques santé, souscription, contrepartie et marché et du SCRO (SCR Opérationnel)

Graphique 8 : Composition du risque de marché – QIS5



Source : EIOPA

Quatre éléments sont cependant susceptibles de flexibiliser les exigences quantitatives fixées à partir du risque de marché :

- l'effet diversification, qui tient compte du fait que les risques de chaque sub-module présentent une faible probabilité de se concrétiser en même temps, ce qui atténue donc les exigences consolidées en capital ;
- l'effet « dampener »¹¹ sur le risque action, qui permet de corriger les biais procycliques de l'approche standardisée, en incluant un effet d'atténuation du choc sur le portefeuille action en fonction de l'évolution moyenne des titres sur trois ans. L'ajustement dépendrait du niveau moyen du MSCI World Developed Index sur 3 ans comparativement au niveau du marché observé, et dans la limite d'un corridor de -10/+10% ;
- les possibilités d'adaptation réglementaire, avec la construction de modèles internes ou mixtes permettant de moduler la calibration standard ;
- et les effets d'apprentissage entre les régulateurs et les praticiens permis par la mise en place de l'ORSA¹².

Mais ces éléments seront-ils suffisants pour éviter les craintes de procyclicité et d'inefficience allocative au titre de l'investissement institutionnel ?

III QUELLES CONSEQUENCES A ATTENDRE DE SOLVENCY II ?

Solvency II s'inscrit dans une perspective plus large de changement de paradigme en termes de conception de la réglementation. Cette dernière, dans le cadre de la globalisation initiée depuis les années 1970, s'est voulue bien plus accompagnante, voire accommodante que coercitive, laissant à l'initiative privée la liberté d'opter pour la marchandisation des économies, sur la base d'innovations technologiques et financières croissantes. L'intégration des systèmes économiques et financiers a permis d'optimiser leur croissance et leur performance, notamment grâce à une possibilité accrue de diversification des risques dans le temps et dans l'espace. Mais elle a également présenté son revers de médaille, en accentuant leur instabilité (Charbonneau, Couderc 2008, Cartapanis 2011) à la fois *ex ante*, avec l'élévation de la probabilité d'occurrence de chocs, et *ex post*, avec l'ampleur des effets de propagation de ces derniers. La crise a donc réinscrit la doctrine réglementaire dans une perspective bien plus directive, faisant de l'objectif de stabilité la première priorité. Les chantiers actuels portent une attention particulière à la solvabilité des acteurs et donc à l'instabilité *ex post*. En effet, la probabilité d'occurrence de chocs de grande ampleur reste une dimension de la stabilité sur laquelle il est difficile d'interagir. D'une part, car sa prévention ne pourrait être fondée que sur un retour à un certain protectionnisme afin de diminuer l'intégration des systèmes, et à un retour en arrière technologique, donc une régression globale clairement utopique. D'autre part, car sa prévision suggérerait une capacité supranationale à cartographier et monitorer l'intégralité des risques.

Les régulateurs, se fixant des objectifs soutenables, privilégient donc les actions sur la capacité de résilience du système en combinant des moyens microprudentiels (garantir la solvabilité des acteurs clés) pour un objectif macroprudentiel (éviter le risque de ruine du système). Solvency II repose sur cette logique, mais également sur des hypothèses fortes, car son efficacité à prévenir le risque de ruine dépendra de sa capacité à répertorier et estimer tous les risques auxquels sont soumises les sociétés d'assurance, ainsi que de la validité prédictive d'un modèle d'évolution des sociétés d'assurance limitant le risque de ruine sur 1 an à 0,5%.

Mais toute régulation fondée sur des croyances et des règles fortes reste une affaire de choix, et d'acceptation de subir de nouvelles distorsions pour en maîtriser d'autres. Les conséquences potentielles de la mise en place de Solvency II laissent, en effet, supposer deux formes de distorsions nouvelles, toutes deux liées au rôle que jouent les sociétés d'assurance en termes d'investissement institutionnel. Car si Solvency II a été conçue pour protéger

¹¹ Article 138-4 de la résolution du 22/04/09 adoptant les mesures de niveau I

¹² ORSA : *Own Risk and Solvency Assessment*

les épargnants vis-à-vis desquels les sociétés d'assurance se sont engagées, elle présente un ensemble d'impacts indirects, potentiellement non négligeables, sur leur capacité à accompagner la croissance économique et la stabilité de nos systèmes.

1. Efficience allocative et équilibre macro-financier : les interactions entre réformes prudentielles bancaire et d'assurance

Le renforcement et la redéfinition des exigences en capital devraient conduire à une réduction du risque supporté par les compagnies d'assurance. Cela peut passer, à l'actif du bilan, par une réallocation des portefeuilles au détriment des actifs présentant un risque de marché élevé, c'est-à-dire en priorité les actions cotées et non cotées, puis les obligations à maturité lointaine et/ou possédant un risque de signature. Au passif, cela peut se traduire par une place plus importante accordée aux contrats en unités de compte, les assureurs souhaitant limiter le poids des contrats présentant de trop fortes garanties, comme c'est le cas pour les contrats en euro. Il est difficile bien entendu de procéder à un chiffrage précis des modifications de portefeuille que peut occasionner la mise en place de Solvency II, en particulier parce que les calibrages des charges en capital ne sont pas encore arrêtés. Cela étant, il est intéressant de mettre en relation un certain nombre de statistiques macro-financières, afin d'évaluer le rôle que jouent actuellement les compagnies d'assurance dans le financement de l'économie et les conséquences que pourraient avoir de ce fait des modifications dans les politiques de placement. Nous prenons pour l'essentiel comme point d'analyse la zone euro.

Dans le domaine des fonds propres, les compagnies d'assurance (et les fonds de pension) résidant dans la zone euro détenaient selon la Banque centrale européenne 426 milliards d'euros d'actions cotées à la fin de l'année 2010 et 1438 milliards de parts d'OPCVM. Si l'on considère, à l'opposé de la chaîne de financement, les actions cotées émises par les sociétés financières et non financières de la zone euro, leur montant était de l'ordre de 4600 milliards d'euros. En retenant l'hypothèse extrême que les actions cotées détenues directement et à travers les OPCVM ont été émises par des entreprises de la zone euro, et que les parts d'OPCVM détenues par les assureurs sont investies pour moitié en actions (comme le suggèrent les statistiques données pour la France par Birouk *et al.* 2010), alors on obtient que les assureurs financent près de 25% des fonds propres des entreprises cotées de la zone euro. Si l'on suppose enfin, comme le suggère le cas français¹³, que les parts d'OPCVM détenues par les assureurs sont pour leur moitié la contrepartie de contrats d'assurance vie en unités de compte, alors obtient que les assureurs financent 17% des fonds propres des entreprises dans le cadre des supports en euros des contrats d'assurance vie et 8% au titre des supports en unités de compte. Ces estimations suggèrent que les compagnies d'assurance exercent un rôle significatif sur le financement des entreprises, mais que le marché pourrait absorber certainement sans trop de difficulté une réduction modérée de leur détention d'actions cotées consécutive au durcissement de la réglementation, ce mouvement ne concernant que la partie du portefeuille investi en contrepartie des contrats en euros.

Le message se présente de manière un peu similaire pour ce qui concerne le marché du capital investissement. Les assureurs européens et français allouent traditionnellement une très faible partie de leur portefeuille d'actifs aux actions non cotées (hors prises de participations). D'ailleurs, le rapport Myners daté de 2001 soulignait déjà la faible implication des investisseurs institutionnels britanniques dans le financement du capital investissement, alors que leur horizon de long terme les prédisposait *a priori* à se positionner plus largement sur cette classe d'actifs spécifique, risquée et illiquide. En France, par exemple, le simple rapprochement entre les levées de capitaux opérées par les fonds de capital investissement auprès des assureurs et le montant des cotisations perçues par ces derniers montre le caractère marginal du *private equity* dans la politique de placement des assureurs. Mais ces investissements représentent cependant une masse importante au regard du marché global du capital investissement, de l'ordre du quart des fonds levés selon l'AFIC (Association française des investisseurs en capital). Dès lors, si la réallocation du portefeuille des assureurs au détriment du capital investissement sera nécessairement limitée par la très faible part occupée jusque là par cette classe d'actifs, il n'empêche qu'elle pourrait être préjudiciable pour le financement des entreprises de croissance et de l'innovation.

Pour ce qui concerne le marché de dette, la question posée est celle d'une moindre appétence des assureurs pour les titres à échéance longue et émis par des entreprises qui présentent un risque de crédit, afin de limiter le risque de marché (de taux et de *spread* en l'occurrence) et la charge en capital qui lui est associée. En l'absence d'informations fines sur la politique de gestion obligatoire des compagnies d'assurance à l'échelle européenne, il est difficile de s'avancer sur les changements qui pourraient s'opérer. Les données et études disponibles pour la France sont cependant instructives. D'ores et déjà, de nombreux acteurs semblent en effet contraints dans leur gestion obligatoire par des *guidelines* internes strictes qui limitent la prise de risque de crédit. Birouk *et al.* (2010) montrent ainsi que le portefeuille obligatoire des assureurs français était composé en 2009 à 84% de titres classés *investment grade*, contre 3% seulement pour les titres classés en catégorie spéculative (et 13% pour les titres non notés)¹⁴. En outre, ce portefeuille était pour l'essentiel composé de titres émis par les Etats et par les banques, les émetteurs *corporate* non financiers ne représentant qu'une part très minime des titres détenus. Il

¹³ Cf. données FFSA sur la composition des portefeuilles des assureurs et les contrats en unités de compte ainsi que les statistiques fournies par Birouk *et al.* (2010).

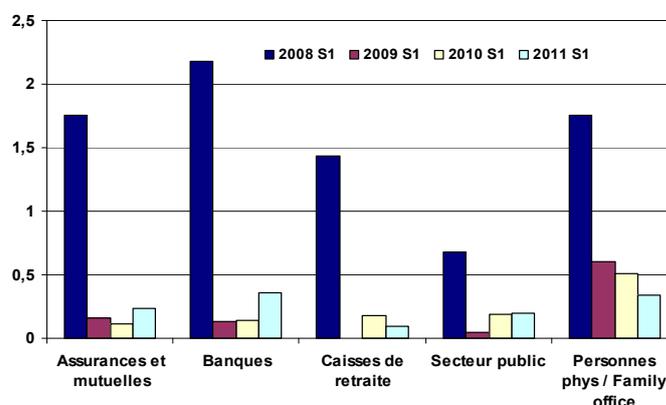
¹⁴ Des statistiques publiées par l'ACLI (*American Council of Life Insurers*) montrent que les compagnies d'assurance américaines ont également un portefeuille de titres de dette quasi-exclusivement investi en titres de bonne signature.

semble donc que, si les nouvelles règles en vigueur sont de nature à freiner le développement de la demande des assureurs pour les obligations *corporate* dotées des signatures les plus faibles, elles ne sont pas en mesure de susciter des réallocations massives de portefeuilles au détriment des entreprises, ces derniers étant déjà très largement sécurisés. Par ailleurs, les arbitrages disponibles en faveur des obligations non notées (moins coûteuse en capital que les moins bien notées) pourraient au contraire favoriser un apport supplémentaire de liquidité sur ces compartiments particulièrement sujets aux assèchements durant les périodes de tension. La question semble finalement être davantage dans la capacité des assureurs à absorber l'offre de titres longs des acteurs bancaires.

Les conséquences de la mise en œuvre de Solvency 2 pour le financement de l'économie doivent justement être analysées en tenant compte de l'introduction de la nouvelle réglementation bancaire Bâle 3. L'interaction des réformes prudentielles bancaire et d'assurance et son effet sur le bouclage macro-financier constituent une problématique certainement importante et mal appréciée jusque là. D'un côté, Solvency II réduit la capacité des assureurs à se mobiliser sur des actifs longs et risqués ; d'un autre côté, Bâle 3 contraint les établissements bancaires à renforcer leurs ressources longues, en particulier leurs fonds propres et leurs dettes longues de marché en lien avec le durcissement des exigences en capital et l'instauration des deux ratios de liquidité. Le cumul des deux réglementations pourrait donc se traduire par des tensions sur le financement des entreprises, la rarefaction du crédit bancaire se combinant avec une concurrence accrue pour les financements longs de marché¹⁵.

Le capital investissement en France constitue un bon exemple où une contrainte simultanée sur les acteurs bancaires et les compagnies d'assurance peut exercer des effets puissants. En réaction à la crise financière, les banques et les assurances ont réduit dès 2009 de manière importante leurs engagements auprès des investisseurs en capital. Constituant ensemble environ 50% des apports de fonds, cette réduction des engagements s'est traduite par un recul très violent de l'activité des fonds de capital investissement (graphique 9). Si cette réduction des apports de fonds venait à perdurer en raison de la mise en œuvre des réglementations prudentielles, comme le suggère la cession de leur branche de capital investissement par certains acteurs de la banque ou de l'assurance, l'activité de capital investissement et donc le financement des entreprises de taille petite et moyenne seraient très sévèrement pénalisés.

Graphique 9 – Origine des capitaux levés par les investisseurs en capital en France
(en milliards d'euros)



Source : AFIC

2. Les effets contreproductifs possibles sur la résilience des systèmes financiers : transferts de risque et procyclicité

Les actions de la régulation sur la résilience du système consistent à encadrer les acteurs assumant la plus forte concentration de risques financiers, afin d'en assurer le suivi et la prévention. Mais alors qu'à l'heure actuelle, les sociétés d'assurance se substituent à d'autres acteurs dans la gestion des risques, elles pourraient être incitées, sous la nouvelle réglementation, à se défausser d'une partie de cette responsabilité, devenue trop coûteuse en capital, en multipliant les comportements de *hedging*, les contrats de réassurance et en orientant de plus en plus leur clientèle vers des supports en unités de compte plutôt que vers des supports en euros.

¹⁵ Il est cependant intéressant de remarquer la progression rapide en Europe et aux Etats-Unis, au cours des années 2009-2010, des émissions d'obligations d'entreprise *high yield*, en dépit de la concurrence accrue pour les financements longs de marché. Ces appels au marché, qui sont en grande partie le résultat de la difficulté de certaines entreprises à obtenir des financements auprès du système bancaire, ont témoigné de l'existence d'une base d'investisseurs encore capables d'absorber une offre de titres abondante et de porter dans leur bilan un risque de crédit, dans un univers marqué par la faiblesse des taux d'intérêt.

Le risque financier est conforme au principe de Lavoisier : « Rien ne se perd, rien ne se crée, tout se transforme ». En s'adaptant aux exigences de Solvency II sur la base de leurs actifs et de leurs passifs, les sociétés d'assurance pourraient entraîner une dispersion du risque sur des acteurs économiques moins identifiables et non régulés, atténuant ainsi la finalité même de renforcement des fondations du système. On retrouve ici des débats similaires à ceux animés par le *Financial Stability board*¹⁶ et portant sur le *shadow banking* et le contournement des règles dans le domaine bancaire (Adrian et Shin, 2009). Ces transferts de risque peuvent être d'ampleur limitée tant que la crise financière sera présente et que l'aversion au risque sera élevée. En revanche, lorsque la croissance repartira, la recherche de rendement des investisseurs l'emportera progressivement sur le besoin de sécurité et les transferts de risques en dehors de la sphère régulée peuvent s'intensifier, rendant d'autant plus difficile la cartographie de ces derniers par les superviseurs. En réponse à ces évolutions, la captation des flux financiers, notamment sur les produits dérivés, vers des marchés réglementés plutôt que de gré à gré, ainsi qu'une meilleure appréhension des structures d'investissement off-shore, permettraient de faciliter le monitoring macroprudentiel. A ce titre, la révision en Europe de la directive MIF¹⁷ et l'introduction de la directive AIFM¹⁸ portant sur les gestionnaires de fonds alternatifs pourraient jouer un rôle majeur.

La concentration de la réglementation sur des problématiques de résilience peut également avoir pour effet pervers d'augmenter la probabilité d'occurrence et l'amplitude des chocs. Alors que les sociétés d'assurance ont spontanément la capacité de se positionner en tant qu'amortisseurs des cycles économiques et contributeurs au processus de découverte des prix, les exigences quantitatives fondées sur les valeurs de marché et la VaR à horizon 1 an pourraient conduire, en cas d'insuffisance de l'effet *dampener*, à les inciter au contraire à la procyclicité. Les mésalignements ponctuels des prix par rapport à leurs fondamentaux ainsi que l'assèchement de la liquidité sur certains segments de marché, en particulier dans les périodes de tension et de forte volatilité, pourraient alors être renforcés par ces acteurs auparavant garants de ces éléments de stabilité. De manière plus générale, une présence plus faible des assureurs sur les marchés d'actifs risqués est susceptible de peser structurellement sur la liquidité et donc de réduire la résilience de ces marchés, tout particulièrement sur les segments de négociation d'actions les plus confidentiels (Valla, Rapport CAE n°91, 2010)¹⁹.

IV ELEMENTS DE CONCLUSION

Si les professionnels semblent appréhender les réallocations de portefeuilles engendrées par Solvency II, ces craintes sont à nuancer en fonction de la composition actuelle des portefeuilles des sociétés d'assurance et de l'importance de celles-ci sur les marchés financiers. La tendance naturelle au développement des contrats en unités de compte, qui confère aux « assurés » un rôle moteur dans les allocations de portefeuille, ainsi que la place dans l'ensemble assez modeste occupée par les compagnies d'assurance sur les marchés d'actions et les marchés d'obligations *corporate*, sont probablement de nature à limiter les réajustements et leur impact sur le financement des entreprises. Un point essentiel semble cependant résider dans la mise en place simultanée de Solvency II et de Bâle 3 et de l'impact cumulatif de ces réformes, aujourd'hui difficile à apprécier mais qui pourrait créer des tensions sur les financements longs de marché et impacter certains segments du financement des entreprises assez durement, comme le capital investissement.

Parallèlement à la question des équilibres macro-financiers de moyen terme, la présence moins forte des assureurs sur le segment des titres longs et risqués et le raccourcissement de leur horizon de placement sont susceptibles de peser sur la liquidité de certains segments de marché, leur résilience et les mécanismes de découverte des prix. La procyclicité et l'instabilité potentielle qui pourrait en découler devraient cependant être circonscrites par les garde-fous inclus au sein de la directive (comme l'effet *dampener*). La transparence accrue voulue sur les bilans des principaux acteurs des marchés pose également la question du transfert du risque financier, notamment en dehors de la sphère régulée, et d'un monitoring efficace de sa répartition.

Ces arguments alimentent le débat de la « bonne régulation ». Cette dernière ne répond guère à des règles figées et universelles, mais au contraire adaptables aux évolutions macrofinancières, dans le cadre d'une parfaite conscience des distorsions qu'elles sont susceptibles d'engendrer. Par ailleurs, la dimension macroprudentielle des réglementations actuelles ne doit pas être confinée à l'unique prise en compte des imbrications existantes entre les acteurs et les segments de marché. Elle doit également être élargie aux imbrications entre les

¹⁶ Par exemple, FSB (2011): "Shadow Banking: Scoping the Issues, A Background Note of the Financial Stability Board", 12 April.

¹⁷ Marchés d'Instruments Financiers

¹⁸ Alternative Investment Fund Managers

¹⁹ Il pourrait par ailleurs en découler la formation d'une prime de liquidité pour les émetteurs les plus risqués et dont le marché est par définition le plus étroit, avec à la clé une dégradation des conditions de financement. Ces effets négatifs sur la liquidité des titres de sociétés cotées de taille petite et moyenne viendraient par ailleurs exacerber les effets potentiellement négatifs dans ce domaine du développement du *trading haute fréquence*, concentré sur les grandes valeurs liquides, et de la concurrence entre lieux de négociations.

régulations elles-mêmes. L'analyse d'impact et la réflexion autour de Solvency II nécessite ainsi la prise en compte des effets combinatoires avec les autres chantiers majeurs, tels que Bâle III et MIF II.

Références bibliographiques

Adrian T., Shin H.S. (2009), « The shadow banking system : implications for financial regulation », *Revue de la Stabilité Financière*, Banque de France, septembre.

Birouk O., Guérin J. et Lekehal S. (2010), « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », *Bulletin de la Banque de France*, Vol.181, p. 19-30

BIS – Bank for International Settlements (2011), « Fixed Income Strategies of Insurance Companies and Pension Funds », *Committee on the Financial System paper No 44*, Juillet
[<http://www.bis.org/publ/cgfs44.pdf>]

Blome S., Fachinger K., Franzen D., Scheuenstuhl G., Yermo J., (2007): « Pension Fund Regulation and Risk Management: Results from an ALM Optimisation Exercise », OECD Working Paper on Insurance and Private Pensions N°8.

Brunnermeier M., Crockett A., Goodhart C., Persaud A.D. and Shin H., (2009): « The Fundamental Principles of Financial Regulation », Geneva Reports on the World Economy – Preliminary Conference Draft.

Cardona M. et I. Fender (2003). « L'évolution des facteurs influant sur le comportement des gestionnaires institutionnels : incidence potentielle sur les marchés de capitaux », *Revue de stabilité financière*, juin.

Cartapanis A (2011), « La crise financière et les politiques macroprudentielles : Inflexion réglementaire ou nouveau paradigme ? », *Revue économique*, 2011/3 Vol. 62, p. 349-382.

CEIOPS (2009), « Lessons learned from the crisis (Solvency II and beyond) », CEIOPS-SEC-107/08 19 March.

Charbonneau J. et Couderc N. (2008), « Globalisation et (in)stabilité financières », *Regards croisés sur l'économie*, 2008/1 n° 3, p. 235-242.

Davis E.P. (2001) : « Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds », The Pension Institute, Birbeck College, Discussion Paper PI-0101, January.

DIRECTIVE 2009/138/CE DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 25 novembre 2009

EIOPA (2010), « Report on the fifth Quantitative Impact Study (QIS5) for Solvency II », Mars.
[https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/.../QIS5_Report_Final.pdf]

FSB (2011): « Shadow Banking : Scoping the Issues » , *A Background Note of the Financial Stability Board*, 12 April.

Glachant J., Lorenzi, J.H., Quinet A. et Trainar P. (2010), « Investissements et investisseurs de long terme », *Rapport du Conseil d'Analyse Economique n° 91*, 28 juillet.

Hoffman P., Santomero A.M. (1998), « Life Insurance Firms in the Retirement Market: Is the News all Bads? », Center for Financial Institutions, Working Papers, 98-04.

Lekehal, S., Durant, D. et Guérin, J., « Évolutions récentes de la structure des placements des assureurs », *Bulletin de la Banque de France*, 2009, Vol. 177, p.1-13.

Myners P., (2001), « Institutional Investment in the United Kingdom: A Review », HM Treasury.