

Assureurs et réassureurs : comment tirer le meilleur de Solvabilité II ?

Depuis janvier 2016, dans l'Union européenne, les compagnies d'assurance et les caisses de réassurance doivent se conformer aux exigences de Solvabilité II, qui impose notamment des tests sur l'actif et le passif de leur bilan, afin de déterminer leur Solvency Capital Requirement (SCR). À l'évidence, ces nouvelles contraintes ont un impact direct sur les stratégies d'investissement que les entreprises concernées peuvent mettre en œuvre. Dans ce contexte réglementaire inédit et complexe, Julien Martin et David Niddam (cf. photos) présentent les solutions déployées par Lyxor pour accompagner les assureurs et réassureurs, et leur permettre de prendre les décisions d'investissement les plus pertinentes, les plus efficaces et les moins coûteuses.



Un enjeu majeur pour les investisseurs

DN : Afin de se conformer aux exigences de Solvabilité II, les assureurs et réassureurs doivent soumettre leur bilan à des évaluations et à des tests, qui mesurent leur capacité à résister à des chocs systémiques. Ils doivent également fournir à l'organisme de supervision – en France, l'ACP, Autorité de Contrôle Prudentiel, des états prudentiels détaillés, qui vont déterminer leur Solvency Capital Requirement (SCR). Par conséquent, il est indispensable qu'ils connaissent très précisément les positions de chacun de leurs investissements. Dès lors, la transparence devient pour eux un enjeu majeur, et, par ricochet, ils font de la capacité à fournir le degré voulu de transparence un critère essentiel de sélection de leurs gestionnaires d'actifs.

Sans surprise, la protection des détenteurs de polices d'assurance étant son objectif premier, Solvabilité II se fonde sur un "principe de précaution". En d'autres termes, plus l'investissement est jugé "risqué", plus le SCR sera élevé. Il pourra ainsi atteindre 49% pour un investissement en actions. Concrètement, même si leur passif est couvert, les assureurs qui souhaitent investir 100 millions d'euros devront donc détenir un capital de 49 millions d'euros. Cela diminue fortement la performance potentielle d'un tel investissement, et incite à rechercher de nouvelles stratégies d'allocation. D'où la nécessité, pour les investisseurs, de pouvoir bénéficier de conseils avisés sur la meilleure manière d'appréhender les risques et d'investir "malin".

JM : Comme David vient de l'indiquer, Solvabilité II a sérieusement réduit l'attractivité de certaines classes d'actifs et stratégies d'investissement. C'est le cas, par exemple, des marchés d'actions et des produits alternatifs, pour lesquels l'exigence de capital est considérable. Face à cette situation, les assureurs seront amenés, en toute logique, à détourner leurs investissements de ces solutions, afin de les rediriger vers des classes moins consommatrices en SCR, mais dont le rendement potentiel est beaucoup plus faible. Les investisseurs semblent donc devoir se résoudre à un choix simple, mais peu

enthousiasmant : soit ils privilégient la possibilité de hauts rendements, assortis d'une mobilisation massive de capital ; soit ils optent pour des solutions moins coûteuses, mais qui, selon toute probabilité, ne leur offriront pas le niveau de rendement qu'ils désirent.

Des solutions sur-mesure pour réduire le coût en capital

JM : Dans ce contexte, notre rôle est d'informer les investisseurs qu'il existe des techniques de gestion simples et transparentes, qui réduisent significativement le coût en capital, et offrent ainsi la possibilité d'investir dans des classes théoriquement très consommatrices en SCR sans avoir à mobiliser trop de capital. C'est la nature du message que nous voulons adresser à nos clients : ne fermez pas la porte aux actions ou aux produits alternatifs ! Laissez-nous vous montrer comment nous pouvons diminuer les coûts associés à ce type d'investissement. Nous avons démontré notre capacité à réduire le capital nécessaire à déployer ces stratégies de 49 à 20%. Très concrètement, cela signifie que la somme de capital consommée pour un investissement de 100 millions d'euros en action ou dans l'alternatif ne sera plus 49 millions d'euros, mais 20 millions d'euros. Soit ce que la réglementation européenne exigerait pour un investissement de 100 millions d'euros en obligations high-yield.

DN : Je souhaite ajouter un élément à ce que vient d'expliquer Julien : cela va probablement de soi, mais les solutions que nous proposons sont en parfaite conformité avec Solvabilité II. Les régulateurs européens sont tout à fait prêts à accepter que l'on puisse réduire le coût en capital, en toute transparence. Il ne s'agit en aucun cas de contourner les exigences de la Directive. Bien avant son entrée en vigueur, et en coopération étroite avec les assureurs, les actuaires et les autorités, Lyxor a construit, et était en mesure de proposer, des solutions pratiques en matière de reporting, de transparence et d'investissement.

Les solutions d'investissement de Lyxor, en particulier, permettent aux assureurs de réduire le coût en capital lié aux marchés d'actions ou à certains

fonds d'investissement. Grâce à l'existence d'un marché liquide OTC régulé, offrant des protections, Lyxor propose ainsi une combinaison d'investissements en actions, assortis d'options de protection. Elle permet à la fois de diminuer le SCR de 39 à 17% et de réduire le risque par unité de capital. Ces solutions sont fondées sur les portefeuilles actions des assureurs et sur les spécificités de chaque assureur (coût en capital, performances attendues du marché actions, etc...), sans modifier aucune allocation stratégique ou tactique.

En pratique, Lyxor détermine une combinaison optimale de produits dérivés (niveau de protection, sous-jacent, maturité), dans le but d'obtenir le rendement le plus élevé possible par unité de capital. De plus, ce type de solution nous permet également de rationaliser le recours à la protection, même lorsque les marchés sont attendus à la hausse. Le rendement espéré des actions est ainsi mis en perspective, face au coût en capital d'une exposition accrue. Lyxor est l'un des premiers gestionnaires d'actifs à offrir ce type de solutions, pour lesquelles nos clients assureurs ont fait part de leur satisfaction. Pour les stratégies de rendement absolu et les fonds traditionnels, Lyxor a aussi développé des techniques d'assurance de portefeuille, permettant un calcul du SCR à son juste niveau – 20% au lieu de 49%, en conformité avec les contraintes réglementaires.

JM : Les stratégies alternatives et les investissements liquides dans leur ensemble peuvent s'avérer très complémentaires d'autres classes d'actifs, sans présenter un risque plus élevé. Aux assureurs qui utilisent déjà ces stratégies, nous proposons de les assister, de manière non-intrusive. Aux autres, nous offrons le bénéfice de notre expérience et de notre expertise dans la sélection et l'allocation de ces produits alternatifs. Nous prouvons notre capacité à concevoir et à mettre en œuvre des solutions qui garantissent à la fois un haut niveau de rendement et de protection du capital. Nous incitons donc les assureurs et réassureurs à ne pas se détourner des actions ou des stratégies alternatives, qui offrent le double avantage d'une diversification accrue et d'une faible corrélation aux classes d'actifs classiques. Nous pouvons les aider à gérer ces investissements à moindre coût.

Un reporting plus fréquent et de meilleure qualité

DN : Parallèlement à ces stratégies d'investissement, nous avons également identifié des solutions directement liées au reporting. Aux termes de Solvabilité II, les assureurs doivent publier, chaque trimestre, un reporting complet de leurs états prudentiels, en utilisant soit un modèle standard, défini par les régulateurs européens et construit en coopération avec les professionnels du secteur, soit un modèle interne, qui peut être spécifique à chaque entreprise, mais qui doit avoir reçu l'aval des autorités de régulation. Le modèle standard

impose un haut niveau de SCR sur les actions et les produits alternatifs, car il agrège toutes les positions d'investissement, longues et courtes. En d'autres termes, c'est la situation "brute" d'un investisseur qui est prise en compte pour déterminer le niveau de capital exigé, et non sa situation "nette". Là encore, parce que nous sommes, depuis longtemps, engagés pour la transparence et que nous connaissons intimement les attentes de nos clients, nous sommes, mieux que d'autres, capables de les accompagner dans l'analyse de l'impact de nouveaux investissements, plus diversifiés et moins coûteux en SCR.

JM : Nous voulons montrer aux assureurs qu'il existe des opportunités d'investissements dans des classes d'actifs très performantes, sans coût excessif, même en recourant au modèle standard de reporting. Bien sûr, cela est encore plus vrai pour ceux qui utilisent un modèle de reporting interne. En fait, une fois leur passif couvert, tous les assureurs doivent répondre aux trois mêmes questions : quel est le potentiel de telle ou telle classe d'actifs ? Combien va-t-elle me coûter, et pour quel niveau de performance ? Comment puis-je optimiser mon allocation et quelles en seront les conséquences en termes de transparence et de reporting ? Notre mission est précisément d'aider nos clients à trouver les meilleures réponses à ces trois questions. C'est pourquoi nous souhaitons nous adresser directement aux Chief Investment Officers et à leurs équipes, afin de concevoir, avec eux, des stratégies globales, qui prendront également en compte la valeur ajoutée de nos outils et de nos capacités de reporting.

DN : Pour compléter les propos de Julien, nous sommes bien évidemment capables de fournir un reporting trimestriel, tel qu'il est demandé par Solvabilité II. Mais, pour nos clients, nous allons beaucoup plus loin. En fait, nous publions un reporting mensuel complet et détaillé sur la plupart de nos fonds. Et nous savons aussi que la liquidité est essentielle. C'est pourquoi nous voulons donner aux investisseurs un accès rapide et fréquent à leur capital, afin qu'il puisse prendre les meilleures décisions d'investissement. Cela s'inscrit pleinement dans notre engagement à réduire les coûts, à accroître la liquidité et à relever le niveau de transparence.

Des solutions mises en œuvre avec succès

JM : Solvabilité II est entrée en vigueur il y a presque trois mois, mais nous nous y étions préparés depuis beaucoup plus longtemps. Cela nous a permis de répondre très rapidement aux demandes des assureurs et réassureurs, dans plusieurs pays, et nous avons déjà déployé avec succès nos solutions d'investissement pour des compagnies d'assurance en Angleterre, en Italie et en Belgique. Sans oublier les nombreux clients potentiels qui ont manifesté un fort intérêt pour nos solutions de reporting... Être capable de réduire le SCR de plus de 50% représente une valeur ajoutée incontestable. Nous espérons donc susciter une forte demande de la part des bénéficiaires potentiels, qui verront ainsi leurs investissements mieux protégés sur le long-terme, et en mesure de produire un rendement plus conforme à leurs attentes.

Solvabilité II est une Directive européenne dont l'objectif est de mieux adapter les fonds propres exigés des compagnies d'assurance et de réassurance aux risques que celles-ci encourent dans leur activité. Votée par le Parlement européen le 11 mars 2014, Solvabilité II est entrée en vigueur au 1er janvier 2016.

Investissement : petit mais costaud

Par Anne-Catherine DELAYE, Senior Fund Manager chez Puilaetco Dewuany Private Bankers, filiale belge de KBL European Private Bankers

Comme le montre la récente chute des cours du titre Apple, même les entreprises les plus grandes et les plus prospères ont parfois des difficultés à maintenir leur croissance. C'est une des raisons pour lesquelles, en matière d'investissement, la taille n'est pas toujours synonyme de succès. De fait, sur le long terme et hormis durant les périodes de ralentissement économique, les titres de petite et moyenne capitalisation (PMC) surperforment systématiquement les grandes capitalisations.

À titre d'exemple, entre le 31 décembre 1999 et le 31 décembre 2015, l'indice MSCI Europe Small Cap a enregistré une performance totale de 292% alors que durant la même période, l'indice MSCI Europe n'a progressé que de 53%.

Si l'on se base sur une période encore plus longue, on constate que 10.000 dollars investis en 1926 dans des titres de petite capitalisation américains vaudraient la somme prodigieuse de 266 millions de dollars en 2014, contre moins de 50 millions de dol-

lars si le même investissement initial avait été effectué dans des titres de grande capitalisation.

Quels sont les facteurs qui expliquent une telle surperformance historique ?

Tout d'abord, la nature même des petites et moyennes capitalisations : compte tenu de leur taille, ces sociétés sont en mesure de réagir rapidement à l'évolution des tendances du marché. Généralement fondées par une seule personne ou par un petit groupe d'individus partageant la même idée de lancement d'un nouveau produit ou service, les PMC sont également axées de par leur nature sur l'innovation et prospèrent grâce à leur esprit d'entreprise et leur dynamisme. Dans la mesure où ces sociétés peinent souvent à lever des capitaux, les fondateurs sont généralement les premiers investisseurs, misant leur propre argent et par conséquent s'engageant fortement dans la gestion de l'entreprise.

Face à l'impossibilité de se lancer sur des segments de marché dominés par des géants qui bénéficient d'importantes économies d'échelle, les PMC ont tendance à se concentrer sur des marchés de niches dans lesquels les opportunités structurelles sont source de croissance durable. Tel est l'exemple de Chobani, société fondée en 2005 par un immigrant turc soucieux de faire connaître aux Américains le yaourt de son pays et dont la valeur est aujourd'hui

estimée à quelque 3 milliards de dollars. En se concentrant sur un produit ou un service bien spécifique, les PMC sont en mesure de garder un contact très étroit avec leurs fournisseurs et leurs clients : le fondateur de Chobani décida d'installer sa première usine à côté d'une exploitation laitière, il fit l'acquisition d'un séparateur d'occasion pour à peine 50.000 dollars et offrit aux supermarchés des yaourts gratuits en échange d'un espace en rayon qu'il n'aurait pas pu s'offrir autrement.

Dans la mesure où la base de départ est plus petite que celle des grandes entreprises, les PMC peuvent se développer plus rapidement. Grâce à leur structure de coûts allégée et plus souple, soutenue par des prises de décision efficaces, elles gèrent généralement mieux leurs profits.

En pourcentage, les PMC réinvestissent davantage que les grandes capitalisations dans leur croissance future, notamment parce que les versements de dividendes sont en général limités. Elles ont également tendance à afficher de plus faibles ratios d'endettement sur capitaux propres, ce qui reflète la prudence dont elles font souvent preuve en matière d'emprunt.

Du fait de l'absence de couverture significative de la part des analystes, il peut être difficile pour les PMC d'attirer des investissements extérieurs, ce qui entraîne des inefficacités de marché. Dans la mesu-

re où les banques d'investissement continuent à réduire activement leur couverture des PMC dans le cadre de leurs efforts généralisés de réduction des coûts, cette inefficacité ne peut que s'aggraver.

On peut donc raisonnablement supposer que le cours de l'action d'un grand nombre de PMC européennes (il en existe plus d'un millier) ne reflète pas leur juste valeur. Et c'est là que réside un potentiel inexploité. Dans le contexte actuel de reprise économique, les PMC devraient ainsi continuer à surperformer, aidées également par un environnement de taux d'intérêt bas qui a réduit le coût d'emprunt et accéléré le mouvement de fusions/acquisitions, faisant des PMC des cibles de rachat particulièrement attrayantes.

Il faut cependant souligner que toutes les PMC ne peuvent pas être aussi performantes que Chobani, dont le chiffre d'affaires annuel avait atteint 1 milliard de dollars cinq ans après son lancement. De plus, investir dans des PMC n'est pas sans risque. Elles n'ont souvent qu'un historique limité et font l'objet d'une couverture minimale de la part des analystes. La volatilité du marché et l'incertitude concernant la situation macroéconomique assombrissent davantage ce tableau.

Cela étant, sur le long terme, les titres de petite et moyenne capitalisation ont clairement démontré leur capacité à produire de meilleures performances.