

# SOLVABILITÉ 2 : UN RISQUE POUR LES FONDS EN EUROS ET L'ÉPARGNE RETRAITE ?



**JEAN BERTHON**  
Président  
Fédération des  
associations  
indépendantes  
de défense des  
épargnants  
pour la retraite\*  
(Faider)

La réforme de Solvabilité 2 est présentée comme une évolution nécessaire des assureurs, vers une gestion des risques plus performante. La Faider\* considère, pour sa part, que les nouvelles règles, qui pénalisent les fonds en euros, sont de nature à remettre en cause le rôle traditionnel d'intervenants de long terme des assureurs.

**A**ujourd'hui, en France, l'assurance vie sert de support principal à l'épargne retraite à travers les contrats d'assurance vie individuels ou collectifs investis pour leur plus grande partie dans les fonds en euros.

La directive Solvabilité 2, qui vient d'être adoptée par le Parlement européen, risque d'avoir de lourdes conséquences sur la gestion des compagnies d'assurance et la rentabilité des fonds en euros.

Cette directive repose sur une nouvelle philosophie de la supervision, à la fois inspirée de Bâle II et de l'approche RBC (Risk Based Capital). Elle est, de plus, directement liée à la mise en place des nouvelles normes comptables basées sur le principe de la juste valeur.

Notons au passage qu'un des effets pervers du système proposé, qui consiste à lier le besoin en capital de couverture à une mesure du risque et non à la nature des engagements, est de faire du risque un "actif" négociable dont l'entreprise cherchera à se défaire par tous moyens auprès d'autres preneurs de risque. Les banques l'appliquent déjà et cela est rendu possible par la titrisation

et ses excès – le saucissonnage tant vanté par tel ancien grand banquier français ! –, ce qui a permis le développement du modèle *originate to distribute*. Ce dernier a conduit le système bancaire à se défausser des risques qu'il est censé couvrir au profit du marché abandonnant ainsi ce qui est au centre même de son métier : la prise de risque et la gestion de ces risques.

Faut-il favoriser ces dérives en appliquant un tel système à l'assurance ? N'y a-t-il pas là une possibilité d'accroissement du risque systémique, comme cela s'est passé dans le système bancaire ?

Les assurés sont directement concernés par l'application de ces nouvelles règles et peuvent s'interroger, à juste titre, sur leurs conséquences.

Ces règles sont-elles adaptées à l'assurance vie et à l'épargne retraite ? Permettent-elles un juste équilibre entre sécurité et recherche de performance ? Qui nous prouve que l'application de Solvabilité 2 améliorera la situation de l'assuré ? Que les assurances ne se retrouveront pas, lors d'une prochaine crise, dans l'état des banques aujourd'hui ?

## Valorisation à la juste valeur et valeur de marché

Le principe posé par l'IASB, qui consiste à retenir pour juste valeur des actifs financiers négociables la valeur instantanée de marché, ne se justifie que quand les sommes investies sont exigibles immédiatement. Ce qui est le cas, par exemple, des Sicavs et des FCP. Encore faut-il admettre que le dernier cours coté est la meilleure estimation du cours de liquidation. Or cela suppose un marché parfait à tous égards, comme en rêvent les économistes, mais comme personne ne l'a fait.

Une étude récente du cabinet Ricol-Lasteyrie montre qu'à fin 2008 sur les 40 valeurs du CAC40, 18 d'entre elles avaient une valeur boursière inférieure à leurs capitaux propres. Si la comptabilité reflète bien la valeur de l'entreprise, en prenant en compte tous ses éléments, il y a là un vrai problème de valorisation par le marché.

C'est appliquer un modèle trop réducteur et dont les conditions préalables ne sont jamais remplies que d'estimer ainsi que la juste valeur est la valeur de marché.

D'autre part, il n'est pas besoin de rappeler l'aspect procyclique de cette

\*Faider : association créée en 2005 qui a pour but de défendre les intérêts des épargnants par des actions de concertation et de lobbying.

méthode. On peut citer le risque de liquidation des positions sur obligations en cas de hausse des *spreads* ou des taux ou bien la liquidation forcée des positions en actions en cas de forte baisse des marchés qui aggravera encore la situation.

Or la mutualisation dans le temps, à la base des opérations d'assurance, lisse les moins-values potentielles surtout si l'on n'a pas, au préalable, reconnu en gains les plus-values potentielles antérieures. Ce pourrait être une des voies pour l'évaluation des actifs détenus à long terme.

### La VAR : une application abusive et une simplification excessive

Le concept de *value at risk* (VAR), ou capital en risque, appliqué à l'assurance vie n'est-il pas une application abusive d'un concept développé dans le cadre des opérations de marché des banques ?

Bâle I et Bâle II ont popularisé l'usage de la notion de VAR pour déterminer le risque maximal couvert par les fonds propres et assimilés des entreprises bancaires. Il s'agissait, au début, de mesurer la perte maximale à 99,5 % sur les activités de marchés, et ce sur les 10 jours à venir – 10 jours étant la durée considérée comme nécessaire pour retourner une position (dans des conditions de marché normales !) et un intervalle de temps suffisamment court pour que l'on puisse ne pas tenir compte, (en période normale !) des tendances haussières ou baissières.

“ La mutualisation dans le temps, à la base des opérations d'assurance, permet un lissage des moins values potentielles surtout si l'on n'a pas au préalable reconnu en gains les plus values potentielles antérieures. Ce pourrait être une des voies à retenir pour l'évaluation des actifs détenus à long terme. ”

Ce qui peut paraître satisfaisant dans le cadre d'un portefeuille de trading – et encore la crise récente a démontré que la période de 10 jours était bien souvent inopérante pour retourner une position – peut-il être transposé à d'autres activités bancaires ou d'assurance, même au prix d'un fort allongement de la période sous risque ?

Comme pour le risque de crédit dans Bâle II, la VAR utilisée dans Solvabilité 2 va porter sur 1 an, (mais qui peut dire ce qui justifie cette durée ?). On voit mal la rationalité de cet horizon, dans un métier où les durées des engagements se mesurent en années voire dizaines d'années, dans le cas de l'épargne retraite.

D'autre part, pour avoir une signification mathématique, la formule de calcul standard proposée suppose que les risques sont normalement distribués et linéairement corrélés.

Or rien ne démontre aujourd'hui, bien au contraire, que cette double condition est satisfaite. L'expérience prouve que les rendements des actifs ne suivent pas, par exemple, une distribution normale, ni même log-normale (approximation suggérée par les textes officiels), et l'on sait que les actifs financiers ont fâcheusement tendance à se corrélérer de façon non linéaire en cas de crise ! Nous savons aussi que les variations de marchés ne sont pas continues, mais arrivent sous forme de chocs successifs, de décrochements brutaux pas ou très mal pris en compte dans les modules usuellement utilisés. La méthode standard de calcul de la marge préconisée dans le cadre de Solvabilité 2 ne nous paraît donc pas adaptée à l'objectif de sécurité de l'épargnant mis en avant dans le préambule.

Quand à la méthode non standard basée sur les modèles internes, ne conduira-t-elle pas à une plus grande opacité pour les actionnaires comme pour les épargnants, contredisant ainsi un des objectifs de la régulation ?

### Une allocation d'actifs sous optimale

Le calcul du besoin en capital repose sur trois éléments :

– la valeur d'actif nette, c'est-à-dire l'écart entre l'actif et le passif évalués à la juste valeur ;

– la variation (le choc) en pourcentage du facteur de risque sous-jacent ;

– le poids affecté à ce choc dans le calcul du besoin de base en capital.

## Das Kapital? C'est une revue sur l'asset management?

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

La librairie spécialisée dans la banque et la finance



“ Le phénomène auquel on assiste depuis quelque temps dans certaines compagnies d'assurance et non des moindres est particulièrement préoccupant : la part des actions risque de diminuer fortement dans les actifs des compagnies et donc dans les fonds en euros (passant de 10 % voire 20 % à 5 % d'ici à 2012) en raison principalement, hors l'impact de la crise actuelle, du coût en capital de ces investissements fortement pénalisés dans le système futur proposé. ”

Remarquons tout d'abord que le système proposé, qui affecte à chaque type de risque un coefficient de marge de solvabilité donc de capital, va faciliter la minimisation du besoin en capital par l'assureur soucieux d'offrir à ses actionnaires la meilleure rémunération possible, quitte à le faire au détriment des assurés. Il lui suffit d'éliminer les sources de risque à gros coefficient de fonds propres ce qui est assez facile à faire du côté gestion d'actifs.

Pour le risque de taux, le système prévu fait qu'il sera très coûteux de gérer de façon dynamique l'adéquation actif passif en assurance vie. Le gestionnaire sera contraint à aligner au plus près les “durations” de l'actif et du passif pour éviter une pénalisation forte en terme de besoin en capital. Ainsi, dans de nombreuses configurations de marchés, le gestionnaire ne pourra-t-il pas tirer profit de ses anticipations de courbes des taux, réduisant ainsi la performance des fonds gérés et donc la rémunération de l'assuré et de la compagnie.

Il en va de même pour l'investissement en actions, fortement pénalisé par le coefficient de pondération, en raison essentiellement de l'horizon retenu. L'introduction d'une mesure d'atténuation (Dampener) qui diminuerait les chargements en capital en cas de crises majeures n'est qu'une réponse partielle à ce problème, qui ne remet pas en cause le principe même du calcul dont la pertinence est loin d'avoir été démontrée.

Le phénomène auquel on assiste depuis quelque temps dans certaines compagnies d'assurance et non des moindres est particulièrement préoccupant : la part des actions risque de diminuer fortement dans les actifs des compagnies et donc dans les fonds en euros (passant de 10 % voire 20 % à 5 % d'ici 2012) en raison, hors l'impact de la crise actuelle, principalement du coût en capital de ces investissements fortement pénalisés dans le système futur proposé.

Il est bien connu que la rémunération d'un investissement croît avec son risque, les actions rapportant plus que les obligations sur le long terme, et ce malgré les crises. C'est donc vers une baisse sensible de la rémunération des fonds en euros que l'on risque de se diriger.

Bien sûr, les autres investissements comme l'immobilier, les actions non cotées seront aussi fortement pénalisés par l'application des règles actuellement proposées dans Solvabilité 2.

Or, il faut rappeler avec force un des rôles essentiels des compagnies d'assurances, tel qu'il s'est développé depuis près de deux siècles : financer l'économie, les infrastructures, la construction en tant que principal intervenant long, capable par sa structure de transformer une épargne *a priori* courte et très averse au risque en des placements à long terme parfois peu liquides et surtout plus risqués.

Perdre ce rôle des compagnies d'assurance serait catastrophique, dans la période que nous connaissons aujourd'hui où le besoin d'investissement dans l'industrie et la recherche, le logement, les infrastructures est crucial si l'on veut préparer le rebond de notre économie, sauver nos retraites et assurer l'avenir de nos enfants.

### Il est encore temps

Les reproches formulés ci-dessus ne doivent être compris comme la volonté de remettre en cause ce qui fait la force et l'originalité de Solvabilité 2, c'est-à-dire une meilleure appréhension des risques par les acteurs du marché à travers une analyse très fine, une surveillance et une intervention des autorités de contrôle plus aisée, une incitation forte à une meilleure gestion des compagnies.

Ce qui est contestable, c'est la mise en place de règles non adaptées au modèle économique de l'assurance tenant à une vision purement financière, qui auront pour effet un amoindrissement de la rémunération des actifs gérés sans pour autant nécessairement améliorer le niveau de sécurité par rapport au système actuellement en vigueur.

L'assurance vie à la française, principal support de l'épargne retraite en France, doit donc se mobiliser et tout mettre en œuvre pour améliorer les textes actuels en les adaptant à la réalité économique de l'assurance vie et de l'épargne retraite. Il est encore temps de les amender. ■