



Réservé aux investisseurs professionnels - Communication à caractère promotionnel – Septembre 2018

LA LETTRE DE L'ASSURANCE

LES PROPOSITIONS DE L'EIOPA* VISANT A FAIRE EVOLUER LES MODALITES DU CALCUL DU SCR** DE MARCHÉ

Cette lettre s'inscrit dans la continuité de la veille réglementaire mise en place par CamGestion au cours des deux dernières années. Ces documents, sous le format d'un quatre pages, abordaient, dans une première partie, la problématique réglementaire et, dans une seconde partie, les solutions proposées.

Cette première lettre de BNP Paribas Asset Management (BNPP AM), destinée aux assureurs et mutuelles, aborde les évolutions proposées par l'EIOPA à la Commission Européenne pour faire évoluer les modalités du calcul du SCR de marché. Dans le cas d'une validation de la commission, envisagée au quatrième trimestre 2018, ces mesures sont susceptibles d'être appliquées au 01/01/2019.

Ces propositions d'évolution du calcul du SCR de marché faites par l'EIOPA à la Commission Européenne peuvent être classées en trois sous-groupes :

1. Les mesures visant à réduire la consommation de SCR de marché
2. Les mesures visant à augmenter la consommation de SCR de marché
3. Les mesures de simplification.

1. Les mesures visant à réduire la consommation de SCR de marché :

➤ SCR de crédit pour certaines émissions locales ou territoriales :

Jusqu'à aujourd'hui, les émissions des autorités locales ou régionales inscrites sur une liste définie par l'EIOPA étaient soumises uniquement au choc de risque de taux, au même titre que les états membres. Les autorités locales non-inscrites sur cette même liste étaient, quant à elles, soumises au choc de taux mais également au choc de risque crédit, de la même manière que les obligations d'entreprises. Les garanties émises par les autorités locales faisant partie de la liste n'étaient également pas reconnues.

Si la proposition de l'EIOPA est validée, les gouvernements régionaux et autorités locales non-listées pourront bénéficier d'un traitement intermédiaire identique aux emprunts d'Etat non membres de l'Union Européenne émis en devises locales avec un « Credit Quality Score » égal à 2 (assimilé à un rating A). Ce qui signifie que le risque (SCR) de crédit de ces autorités locales hors liste serait alors diminué.

Par ailleurs, l'EIOPA propose également une meilleure reconnaissance des garanties provenant des gouvernements régionaux et autorités locales faisant partie de la liste, au même titre que les garanties provenant des Etats membres. La liste des gouvernements régionaux et des autorités locales devant elle-même être alignée dans le futur avec la liste du cadre réglementaire bancaire.

Traitement des émissions en cas de validation des propositions de l'EIOPA :

	Situation actuelle		Si validation des propositions de l'EIOPA	
	SCR Taux	SCR Crédit	SCR Taux	SCR Crédit
Autorités régionales listées	Oui	Non	Oui	Non
Autorités régionales non listées	Oui	Oui	Oui	Réduit
Emissions garanties par une autorité locale	Oui	Oui	Oui	Non

➤ SCR de contrepartie des prêts hypothécaires :

Dans la nouvelle proposition de l'EIOPA, les garanties partielles des prêts hypothécaires émises par des entités autres qu'un Etat membre de l'Union Européenne pourraient être prises en compte dans l'évaluation de la « perte de défaut », ce qui n'était pas le cas auparavant.

➤ SCR actions pour fonds de Private Equity :

Certains fonds d'investissement alternatif (FIA) notamment de Private Equity pourraient bénéficier d'un choc de SCR identique aux actions de type 1 (39% + effet Dampener) au lieu de 49% + effet Dampener, actuellement. Cette possibilité serait offerte selon des règles relatives à l'effet de levier, à la diversification et aux contrôles stricts.



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L'asset manager
d'un monde
qui change

* European Insurance and Occupational Pensions Authority (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles).

** Solvency Capital Requirement, capital requis pour assurer la solvabilité.

➤ Le point de vue de BNP Paribas Asset Management :

En ce qui concerne la première disposition relative aux émissions locales ou territoriales, les modifications envisagées pourraient offrir des opportunités d'investissement plus intéressantes d'un point de vue rendement / SCR et conduire les assureurs à réaliser des arbitrages afin de bénéficier :

- d'un SCR crédit réduit pour les émissions d'entités locales hors liste.
- d'un SCR crédit nul pour les émissions garanties par une autorité locale de la liste, ce qui n'était pas le cas dans le passé.

A titre d'illustration, nous pouvons citer trois exemples :

- Les émissions d'autorités locales faisant partie de la liste resteront intéressantes. Ces émissions offrent un surcroît de rendement lié à une prime d'illiquidité et ce sans SCR de crédit. Une obligation 10 ans émise par la région Ile de France (faisant partie de la liste) offre aujourd'hui un spread de 10 bps par rapport à une obligation émise par le gouvernement français, et ce, pour un niveau de SCR identique.

- Pour les autorités locales hors liste, les communautés urbaines françaises entrent dans cette catégorie. Leurs émissions offrent davantage de rendement par rapport à l'état français (par exemple, de l'ordre de 18 bps pour une obligation 15 ans émise par la communauté urbaine Marseille Provence Métropole), et ce pour un SCR de crédit passant de 10,5% à 8,5% si la mesure était appliquée.

- Quant aux émissions garanties par une autorité locale faisant partie de la liste, ces dernières offrent également un rendement supplémentaire (de l'ordre de 10 bps par exemple pour la Société Wallonne des Eaux en Belgique dont les émissions sont garanties par la Région Wallonne) et ce potentiellement sans SCR de crédit si la mesure venait à être appliquée.

La gestion sous mandat assurantiel de BNPP AM grâce à une approche du couple rendement/risque pertinente permet d'ores et déjà de profiter des écarts de rendement des émissions locales ou territoriales en s'attachant à respecter les contraintes spécifiques à chaque mandat. Selon les modalités de validation de cette disposition, BNPP AM pourra proposer, en concertation avec chaque mandant, de modifier la part des émissions locales ou territoriales au sein des portefeuilles.

En ce qui concerne la seconde proposition portant sur les prêts hypothécaires, ce type d'instrument est d'ores et déjà relativement intéressant d'un point de vue rendement / SCR. En effet, le SCR des prêts hypothécaires est calculé dans le module SCR de contrepartie et non de SCR de marché et bénéficie dès lors de la faible corrélation entre SCR de marché et SCR de contrepartie (0,25). La prise en compte des garanties partielles émises par des entités autres qu'un état membre ne font que renforcer leur intérêt. Dans ce cadre, les fonds de prêts hypothécaires hollandais sont particulièrement intéressants car ils bénéficient de ce type de garanties.

BNPP AM s'intéresse d'ores et déjà activement aux fonds de prêts hypothécaires. Nous pouvons, sur demande du client et selon les contraintes de chaque mandat, les intégrer dans certains portefeuilles.

Pour la troisième disposition concernant les FIA et notamment les fonds de Private Equity, l'intérêt de la réduction significative du niveau de SCR marché actions proposée par l'EIOPIA dépendra de l'exposition de chaque institution sur la classe d'actifs.

BNPP AM dispose d'une expertise de Private Equity qui présente l'avantage d'offrir très rapidement un rendement attractif sans le cycle d'investissement appelé courbe en J.

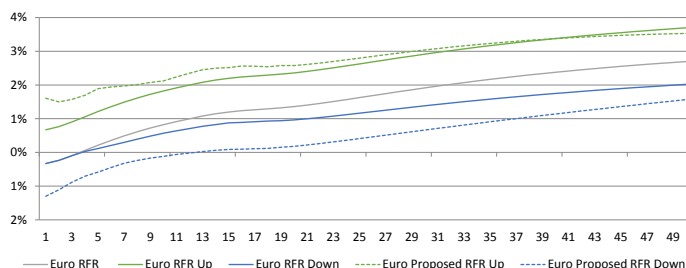
2. Les mesures visant à augmenter la consommation de SCR de marché :

L'EIOPIA propose également de nouveaux paramètres de chocs de taux aussi bien à la hausse qu'à la baisse, avec un choc à la baisse proposé plus significatif.

La volonté d'accroître sensiblement le choc à la baisse des taux, et ce quelque soit le positionnement sur la courbe, est de nature à dissuader les assureurs d'adopter une sous-exposition en terme de durée de leur portefeuille taux par rapport à leur passif. Il est important de préciser que l'EIOPIA préconise une application progressive du choc à la baisse des taux (implémentation graduelle sur une période de trois ans).

Le graphe ci-dessous illustre l'impact du changement proposé par l'EIOPIA sur les scénarios à la hausse et à la baisse des taux sur base de la courbe publiée par l'EIOPIA au 31 mai 2018.

Courbe publiée par l'EIOPIA (au 31 mai 2018) et courbes après choc des taux telles qu'implémentées au 31 mai 2018 sur la base des nouvelles propositions de l'EIOPIA :



Les courbes après choc, aussi bien à la hausse qu'à la baisse (lignes en pointillés), sont maintenant clairement symétriques par rapport à la courbe Solvabilité 2 à fin mai, ce qui n'est pas le cas dans la situation réglementaire actuelle. Le choc à la baisse est en effet nettement moins important (ligne pleine bleue) qu'à la hausse (ligne pleine verte).

Le tableau ci-dessous présente les chocs en valeur absolue sur base de la courbe des taux publiée par l'EIOPIA à fin mai 2018 :

Maturité	Choc haussier - Actuel	Choc haussier - Proposition	Choc baissier - Actuel	Choc baissier - Proposition
1	1.00%	1.94%	0.00%	-0.97%
5	1.00%	1.68%	-0.10%	-0.80%
10	1.00%	1.30%	-0.26%	-0.94%
15	1.00%	1.32%	-0.32%	-1.11%
20	1.00%	1.22%	-0.39%	-1.18%
30	1.00%	1.12%	-0.53%	-1.25%

Source : BNPP AM

A titre d'illustration, et en considérant les nouveaux chocs proposés, le SCR de taux d'intérêt d'un zéro-coupon 5 ans passerait de 5% à 8,4% pour le scénario de hausse des taux et de -0.5% à -4% pour le scénario de baisse des taux, ce qui représente une augmentation significative.

➤ Le point de vue de BNP Paribas Asset Management :

Les nouveaux paramètres de chocs de taux devraient avoir pour conséquence une modification de la durée des actifs de certains assureurs. La différence de durée entre actif et passif va devenir nettement plus dissuasive en termes de coût SCR dans le cadre de cette nouvelle proposition. Les assureurs-vie, avec des passifs très longs et une durée plus faible des actifs, seront davantage exposés au choc à la baisse et seront probablement amenés à réduire cette différence de durée actif / passif afin de ne pas détériorer leur ratio de solvabilité.

.../...

La situation serait sensiblement différente pour les mutuelles. En moyenne, les acteurs du secteur ont des passifs beaucoup moins longs, et des actifs dont les durations sont parfois supérieures afin de profiter de la pentification de la courbe des taux et dynamiser le rendement comptable de leur portefeuille. Ces institutions étant, dès lors, plus exposées au choc à la hausse des taux, la question qui pourra se poser sera de savoir s'il est opportun de modifier la durée du portefeuille afin d'éviter une détérioration du ratio de solvabilité. Nous estimons que la situation devra être évaluée au cas par cas, en fonction des objectifs de chaque institution en matière de rendement comptable, d'une part, et de niveau de capital réglementaire, d'autre part.

A titre d'exemple, pour un passif de 5 ans de durée et un actif de 6 ans de durée, l'augmentation du capital réglementaire liée au choc de taux à la hausse n'est que de 10% (1.1% / 1%), pour un rendement additionnel actuellement de l'ordre de 34 bps pour la catégorie crédit Investment Grade.

Il semble que cette mesure inquiète vivement les assureurs, particulièrement les assureurs-vie notamment français. Elle pourrait être reportée en 2020. BNPP AM étudie différentes solutions qui pourraient être présentées aux clients et prospects pour tirer parti de cette disposition dans le cas où elle serait validée.

3. Les mesures de simplification :

➤ Extension des possibilités de couverture dans le calcul des SCR de marché :

Une des mesures de simplification notable proposée par l'EIOPA est de prendre en compte les pratiques de marché et de permettre de renouveler les positions de couverture mensuellement pour les contrats listés et pour les contrats de gré à gré de plus d'un mois.

➤ Notation des dettes non notées :

Pour une fraction du portefeuille de dettes non notées majorées des actions non listées limitée à 5% du total des investissements, l'EIOPA propose de recourir à une évaluation du risque en interne ou à la notation interne de la banque co-investisseur.

➤ **Le point de vue de BNP Paribas Asset Management**

Pour la première mesure, la rédaction actuelle des textes réglementaires pour la prise en compte des stratégies de couverture dans le calcul de SCR conduit à différentes interprétations de la réglementation. De ce fait, il n'est pas clairement établi que les stratégies de couverture ayant des maturités moyennes inférieures à 12 mois puissent effectivement bénéficier d'une réduction pleine de SCR. La proposition de l'EIOPA clarifierait ce point et permettrait à ce type de stratégie une réduction de SCR pleine et non au prorata, comme cela pouvait être interprété jusqu'à aujourd'hui.

Ce type de stratégie de couverture appliquée à des investissements en actions est très intéressante pour les assureurs et mutuelles car elle permet de garder une exposition au marché actions tout en profitant d'une réduction de SCR qui peut être significative si elle bénéficie d'une réduction pleine.

A titre d'exemple, ce type de couverture est mis en œuvre dans certains de nos mandats de gestion ou de fonds ouverts en actions européennes / monde. Cette stratégie permettrait de réduire le SCR actions de moitié (de 39% à 20%) si elle est considérée éligible à une réduction pleine (ce

qui, sans préjuger de l'avis de la Commission, devrait être le cas en 2019). Si le prorata restait appliqué, la réduction resterait à 10% (SCR de 29%).

BNPP AM intègre des stratégies de couverture dans les mandats et dans les fonds diversifiés. Cette mesure pourrait être développée afin d'améliorer le couple rendement / risque mesuré par le SCR. Si cette mesure était confirmée, nous interrogerons l'ensemble de nos clients afin de mettre en pratique leurs souhaits.

Pour la seconde mesure, BNPP AM a été un des premiers acteurs à développer une gamme de fonds de dettes non notées. Les résultats de ces produits ont été appréciés par l'ensemble de nos souscripteurs. Ils présentent en effet l'avantage de bénéficier d'un très bon couple rendement/risque. La force de nos produits est de bénéficier de la puissance du réseau de BNP Paribas pour sélectionner les meilleurs dossiers de prêts dans nos fonds. Cette mesure, si elle était confirmée, nous permettra d'améliorer le couple rendement/risque de nos futurs produits. Naturellement, ces fonds peuvent d'ores et déjà être intégrés dans les mandats de gestion.

Les nouvelles propositions de l'EIOPA n'apportent pas de modifications significatives à la réglementation Solvabilité 2 mais des simplifications au modèle, des possibilités de tenir compte de certaines garanties et également des changements en matière de conditions de marché.

Nous suivons de très près ces évolutions afin d'intégrer ces nouveaux éléments dans la gestion de nos portefeuilles pour le compte d'assureurs et de mutuelles et de bénéficier de nouvelles opportunités en terme de couple rendement / SCR.

Les équipes de BNPP AM sont à votre disposition pour évoquer plus en détail ces modifications réglementaires et évaluer leur impact sur la gestion de vos actifs financiers.

Nous vous adresserons fin 2018, un second numéro de notre veille réglementaire portant sur la mise en œuvre de stratégies de couvertures dans le contexte financier actuel.



MENTIONS LEGALES

BNP Paribas Asset Management France est une société de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers sous le n° GP96002, constituée sous forme de société par actions simplifiée, ayant son siège social au 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832, et son site web : www.bnpparibas-am.com.

Le présent document a été rédigé et est publié par la société de gestion de portefeuille.

Ce contenu vous est communiqué à titre purement informatif et ne constitue :

1. ni une offre de vente, ni une sollicitation d'achat, et ne doit en aucun cas servir de base ou être pris en compte pour quelque contrat ou engagement que ce soit ;
2. ni un conseil d'investissement.

Les opinions exprimées dans le présent document constituent le jugement de la société de gestion de portefeuille au moment indiqué et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. La société de gestion de portefeuille n'est nullement obligée de les tenir à jour ou de les modifier. Il est recommandé aux investisseurs de consulter leurs propres conseillers juridiques et fiscaux en fonction des considérations légales, fiscales, domiciliaires et comptables qui leur sont applicables avant d'investir dans les instruments financiers afin de déterminer eux-mêmes l'adéquation et les conséquences de leur investissement, pour autant que ceux-ci soient autorisés. À noter que différents types d'investissements, mentionnés le cas échéant dans le présent document, impliquent des degrés de risque variables et qu'aucune garantie ne peut être donnée quant à l'adéquation, la pertinence ou la rentabilité d'un investissement spécifique pour le portefeuille d'un client ou futur client.

Compte tenu des risques économiques et de marché, aucune garantie ne peut être donnée quant à la réalisation par les instruments financiers de leurs objectifs d'investissement. Les performances peuvent varier notamment en fonction des objectifs ou des stratégies d'investissement des instruments financiers et des conditions économiques et de marché importantes, notamment les taux d'intérêt. Les différentes stratégies appliquées aux instruments financiers peuvent avoir un impact significatif sur les résultats présentés dans ce document. Les performances passées ne préjugent pas des performances à venir et la valeur des investissements dans les instruments financiers est susceptible par nature de varier à la hausse comme à la baisse. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas leur investissement initial.

Les données de performance, éventuellement présentées dans ce document, ne prennent en compte ni les commissions et frais contractés à l'émission ou au rachat de parts ni les taxes.

La documentation visée par le présent avertissement est disponible sur www.bnpparibas-am.com.

Contacts :

Pierre Granié - Tél : 01 58 97 77 82 - Email : pierre.granie@bnpparibas.com

Sophie Debehogne - Tél. : +32 2 274 86 82 - Email : sophie.debehogne@bnpparibas.com

Christophe Frémont - Tél. : 01 58 97 60 04 - Email : christophe.fremont@bnpparibas.com