



**Centre des Professions Financières
Club des Investisseurs de Long Terme**

La Transparisation des Portefeuilles : le Temps des Cerises

Sylvie Malécot, Président de Millenium – Actuariat & Conseil

L'un des enjeux majeurs de la mise en œuvre de la Directive Solvabilité II concerne le reporting. Outre une contrainte de procédures écrites et structurées, la Directive impose un ensemble de 80 états réglementaires, avec un degré de détail de l'information très fin.

En particulier, la Directive impose une vision des portefeuilles en transparence. C'est à-dire que l'institutionnel doit connaître et référencer le détail de chaque fonds – OPCVM ou FIA – qu'il détient dans ses actifs. Ce principe s'appliquant au niveau de granularité le plus fin, chaque fonds détenu par un autre fonds doit lui-même être analysé en transparence.

Le sujet de la transparence mobilise des équipes chez tous les acteurs depuis maintenant environ deux ans : institutionnels sous contrainte Solvabilité II, mais aussi sociétés de gestion partenaires et asset servicers. Les points de blocage persistent, renforcés par une demande des régulateurs français et européens d'une transparence obligatoire au niveau de granularité le plus fin.

Pour les assureurs vie et bancassureurs, cela représente entre 5 000 et 10 000 codes ISIN à transcrire : ce chiffre intègre, entre les fonds détenus dans les actifs gérés, les fonds servant de support aux unités de comptes. Même si l'objectif de suivi des risques diffère entre UC et actifs généraux, tous les fonds détenus doivent pouvoir être transcrits.

Les régimes obligatoires ne sont à ce jour pas soumis à cette contrainte de transparence totale. Elle est partielle pour les régimes AGIRC-ARRCO, afin d'isoler, en particulier, les titres français, ou les notations BBB au sein des obligations. La transparence n'est pas demandée à ce jour pour les caisses de retraite libérales, mais c'est à l'étude dans la perspective du Règlement Financier à paraître.

Chez les asset servicers, les démarches vis-à-vis des clients sont proches et on retrouve des points de blocage similaires.

Les modèles opérationnels sont différents entre institutionnels et sociétés de gestion. Certains fonds ne sont pas transcrits, car les demandes des clients assureurs diffèrent :

- ✓ Pour certains fonds, l'asset servicer calcule le SCR
- ✓ Pour d'autres, il y a transmission d'un inventaire transcrit volumineux, transmis à l'institutionnel, qui réalise les calculs
- ✓ Enfin, il peut y avoir mise en relation avec le gérant qui transmet directement les données à son client institutionnel.

Rappelons que, dans tous les cas, c'est l'institutionnel qui a la responsabilité du calcul des SCR par modules, et du SCR global.



Chaque demande révèle le problème clef du coût de redistribution de la donnée, les contrats des agences de rating et des providers de type Bloomberg se révélant pénalisants.

La logique du format Ampère sort de la problématique première. Elle offre une approche pragmatique des assureurs, en offrant la restitution d'un fichier tripartite au format Ampère : cela concerne 131 champs par ligne de titre détenue. Pour alléger le problème du coût, l'ACPR a exempté de fourniture des rating les institutionnels qui délèguent l'intégralité de leur gestion d'actifs.

L'enjeu crucial pour tous concerne les problèmes de traitement de la donnée et des bases valeurs. Ce sont à la fois des moyens techniques et informatiques importants à mobiliser, mais également des questions juridiques sur les transmissions, la propriété intellectuelle des données, les délais de collecte et de contrôle.

La question se pose avec la même acuité chez les sociétés de gestion. Le format Ampère est plébiscité, preuve que la démarche de construction commune a fait sens. Les délais de publication des inventaires transparisés est en moyenne de J+12, en intégrant les délais de contrôle. Mais le travail mobilise des équipes, ce qui a un coût, qui, aujourd'hui, n'est pas répercuté sur les clients finaux.

Il est acquis pour tous que la responsabilité de la donnée, de sa vérification, de son utilisation et de sa restitution, revient à l'institutionnel.

Face à la constitution de bases de données de très gros volumes, à un degré de granularité très fin, se pose la question majeure du pourquoi.

Pour construire les reporting demandés, certes.

Mais la transparençation totale requiert un détail jusque parfois au quatrième niveau : le fonds monétaire du fonds, lui-même intégré dans un fonds de fonds, ne constituant lui-même que quelques % du portefeuille global. Cela interpelle clairement sur le degré de sophistication des données requises face à l'enjeu économique pour l'assureur. L'autorisation de proxys via indices serait une simplification, spécifiquement pour la transparençation de fonds de fonds diversifiés.

L'analytique à l'extrême conduit à transparençer des lignes de titres qui représentent des « queues de cerise » en termes de poids dans les actifs totaux, et éloigne d'une vision globale, par marchés ou par classes d'actifs.

En effet, la problématique centrale de l'assureur est ailleurs, avec la réconciliation de trois objectifs :

- ✓ Optimiser le coût en capital
- ✓ Garantir un rendement aux assurés, mais également une solvabilité à l'assureur
- ✓ Définir l'allocation d'actifs, qui renforce la compatibilité avec l'ALM.

Le modèle suisse du Cost of Capital est à cet égard une bonne synthèse entre l'analytique (proche de celui de Solvabilité II) et la synthèse, base d'une approche stratégique du risque.

Les données dont a besoin l'institutionnel sont donc de trois natures distinctes :

- ✓ Certaines seront utilisées brutes, pour intégration directe dans les reporting réglementaires
- ✓ D'autres nécessitent des données complémentaires, pour réaliser les calculs (ainsi, sur un fonds d'obligations convertibles, les grecques seront requises pour calculer la part de risque action, ligne à ligne)



- ✓ Enfin, de nombreuses données seront retraitées, de manière distincte pour chaque assureur, pour une utilisation prospective dans le cadre de l'ORSA du Pilier II. Certains assureurs intègrent déjà à cette démarche des recalculs de Value-at-Risk sur des horizons autres qu'un an.

De manière connexe, cela pose le problème de l'homogénéité des modèles utilisés sur les taux, et les divergences que cela implique dans les calculs prospectifs. Certains intègrent des taux négatifs, voire très négatifs, d'autres floorent à zéro, et certains écartent les taux extrêmes (chacun fixant l'extrême à son propre niveau).

Tous s'accordent sur la question que pose aujourd'hui la multiplicité des coûts des données. En effet, agences de rating et providers de données réclament des abonnements aux sociétés de gestion, aux asset servicers et aux institutionnels : la même donnée est donc facturée trois fois. Comment éviter ce biais, alors même que tous les acteurs n'ont pas rigoureusement les mêmes demandes, et les mêmes niveaux d'accès aux données fournies ?

Enfin, le modèle de risque produit peut-il être considéré comme fiable, alors même qu'on connaît les enjeux de valorisation des portefeuilles.

La valeur de marché exigée par Solvabilité II a-t-elle un sens, quand on sait que l'essentiel des obligations corporate ne cotent pas correctement sur le marché secondaire ? Les tentatives avortées, de type Cassiopée, pour instaurer un market-making obligataire, prouvent que le chantier est loin d'être achevé. Avec le même problème que précédemment : qui est prêt à payer pour une valorisation en fair value des portefeuilles obligataires ?

En conclusion, toutes les structures impliquées par les enjeux des reporting imposés par Solvabilité II s'accordent sur le partage des tâches : la transparence est la problématique du gérant, quand la stratégie d'investissement et l'allocation d'actifs sont de la responsabilité de l'institutionnel, pour l'espérance des rendements, comme pour l'analyse et le calcul des risques sous-jacents.

L'excès de détail requis ne doit pas faire oublier que le modèle Solvabilité II a vocation à aider l'assureur à mieux appréhender, maîtriser et gérer ses risques. Les queues de cerise de lignes d'actifs représentant quelques millièmes ou dix millièmes du portefeuille global ne doivent pas faire oublier l'arbre, qui met la gestion des actifs d'assurance au service des rendements servis aux assurés et de la rentabilité de l'assureur. Ce sont les critères de diversification des portefeuilles, de recherche de solutions décorrélatantes, d'élagage des actifs non satisfaisants en termes rendement-risque, qui construisent performances et fruits de la croissance pour demain... ce qui reste structurellement l'enjeu stratégique de pilotage d'un investisseur de long terme.

Achévé de rédiger le 21 mai 2016.

Sylvie Malécot

Président de Millenium – Actuariat & Conseil