

# Traitement spécifique des investissements en infrastructures

## Nouveauté réglementaire

Juin 2016

Suite à une consultation lancée en juillet 2015, l'EIOPA a publié un rapport le 29 septembre 2015 sur le **calibrage des chocs pour les investissements en infrastructures**. L'Autorité de supervision des assureurs a transmis ses propositions finales à la Commission Européenne qui a publié un **amendement au règlement délégué 2015/35 de Solvabilité 2**.

### 1 – Conditions de qualification en tant qu'investissement d'infrastructure

L'amendement adopté le 2 avril 2016 après examen du conseil et parlement européen, définit une nouvelle classe d'actifs pour les investissements dans les projets d'infrastructure. Cette classe d'actifs n'existant pas jusqu'à présent, les investissements en infrastructure sont soumis aux mêmes chocs que les actions (-39%) pour les investissements en capital ou que les obligations (*choc de spread adéquat*) pour les investissements en dette. La qualification d'un investissement dans cette catégorie se fait au regard de sa qualité et du niveau de risque qu'il présente pour l'investisseur. L'aménagement concerne notamment uniquement les investissements de bonne qualité avec un rating supérieur à BBB.

Les **critères auxquels doivent répondre les investissements pour être qualifiés** à cette nouvelle classe d'actifs sont les suivants :

- Le projet d'infrastructure doit pouvoir répondre à ces obligations financières même en situation de stress.
- Les **flux de trésorerie** du projet sont **prédictibles**
- Il existe un cadre contractuel qui gouverne le projet et qui apporte aux investisseurs (en dette et en capital) un **niveau de protection élevé** comprenant :
  - o Des provisions en cas de pertes liées à la cessation du projet.
  - o Des fonds propres suffisants pour faire face à un plan de financement d'urgence
- Le, ou **les actionnaires, du projet d'infrastructure** doivent répondre aux critères suivants :
  - o Existence d'une expertise et d'un historique réussi dans l'investissement en infrastructures
  - o Un faible risque de défaut

- o Une motivation à servir les intérêts des investisseurs
- L'entité en charge du projet d'infrastructure a prévu une **procédure pour tenir ses engagements** en termes de spécifications, budget et calendrier.
- Les **risques opérationnels** du projet sont convenablement gérés
- Le projet d'infrastructure utilise une technologie et une ingénierie déjà testées.
- La structure de capital de l'entité en charge du projet lui permet de servir ses créanciers.
- Le risque de refinancement du projet est faible
- L'entité utilise les instruments dérivés uniquement dans un but de couverture.

Plus spécifiquement, quand l'investissement est **sous forme de dette** il est également nécessaire que le projet réponde aux points suivants :

- Les créanciers ont des garanties suffisantes pour l'exploitation du projet
- Les détenteurs de la dette ont la possibilité de souscrire à des actions pour prendre le contrôle de l'infrastructure avant une liquidation
- L'utilisation des flux nets de trésorerie pour des fins autres que le paiement des détenteurs de dette est restreinte
- L'émission d'une nouvelle dette doit être soumise à l'accord des créanciers déjà existants
- Plus spécifiquement, quand les investissements sont sous forme de prêts ou d'obligation, l'organisme assureur doit démontrer au régulateur qu'il a la possibilité de détenir les titres jusqu'à maturité
- Quand les investissements en dette n'ont pas de notation de crédit officielle, la dette doit être de type Senior
- Pour tout investissement ne disposant pas de notation de crédit officielle, le projet d'infrastructure concerné doit être dans l'OCDE ou l'EEE.

## 2 – Impact sur le calcul du SCR marché

L'amendement viendrait modifier l'article 168 de la Directive sur plusieurs points concernant le calcul du capital de solvabilité réglementaire dans le module du risque de marché.

### A - Risque Action

L'actuelle réglementation prévoyant un choc de 39% (+ *ajustement symétrique*) pour les actions de type 1 et 49% (+ *ajustement symétrique*) pour les actions de type 2 ne concernera plus les actifs qualifiés d'investissements en infrastructures.

Une troisième catégorie d'actions « *Qualifying Infrastructure* » est introduite. Son SCR est corrélé à 75% avec les actions de type 1 et à 100% avec les actions de type 2.

Le choc applicable pour cette nouvelle catégorie d'actions qualifiées investissements en infrastructures **est de 30%** avec un ajustement symétrique de 77% du *Dampner Action*. Le niveau de cet ajustement symétrique a été calibré par l'EIOPA de manière à le réduire linéairement dans les mêmes proportions que la réduction du choc Action initial avant traitement spécifique pour les infrastructures. Ainsi les 77% correspondent à la réduction du choc de 39% à 30%.

Pour les investissements en infrastructure qui sont assimilés à des participations stratégiques, le choc reste équivalent à celui applicable à ce jour, soit 22%.

### B - Risque de Spread

Le risque de spread pour les investissements en infrastructure a également **été réduit de près de 30%** pour les obligations ou titres de dettes avec un CQS allant jusqu'à 3 (soit BBB- pour un rating S&P).

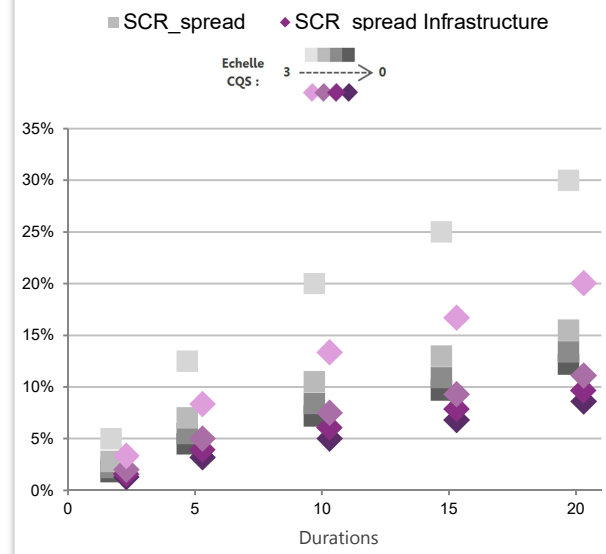
Un tableau récapitulatif détaillé des facteurs utilisés dans l'application du choc de spread est présenté ci-dessous :

Ar + Br (DURATION - SEUIL)

Facteur Ar :					
Seuil	durations (D) /credit quality step	0	1	2	3
0	D < 5	-	-	-	-
5	5 <= D < 10	3,2%	3,9%	5,0%	8,4%
10	10 <= D < 15	5,0%	6,1%	7,5%	13,35%
15	15 <= D < 20	6,8%	7,9%	9,3%	16,70%
20	D >= 20	8,6%	9,7%	11,1%	20%

Facteur Br :					
Seuil	durations (D) /credit quality step	0	1	2	3
0	D < 5	0,64%	0,78%	1,00%	1,67%
5	5 < D < 10	0,36%	0,43%	0,50%	1,00%
10	10 < D < 15	0,36%	0,36%	0,36%	0,67%
15	15 < D < 20	0,36%	0,36%	0,36%	0,67%
20	D >= 20	0,36%	0,36%	0,36%	0,36%

### Comparaison des chocs de Spread pour différents niveaux de rating (CQS) et de durations



### C – En pratique

Afin de pouvoir illustrer les conséquences de la modification des chocs spread et action vu dans les parties précédentes, nous allons comparer le SCR marché obtenu dans le cas où l'on traite spécifiquement les investissements en infrastructure, puis dans le cas où ils ne sont pas traités de manière spécifique, que ce soit pour un investissement en dette ou en capital. Les résultats sont exprimés en pourcentage de la valeur de marché initiale de l'investissement.

#### Pour un investissement en capital

Dans le cas d'un investissement sous forme de capital, seul le SCR action est impacté. Nous nous plaçons ici dans le cas où les actions de type 1 ont été achetées après le 31/12/2015 où la transitoire action ne s'applique pas. On observe alors **une baisse du coût en capital de près de 23%** suite au traitement spécifique des infrastructures.

INVESTISSEMENT EN CAPITAL	
SCR sans traitement spécifique	36,76%
SCR avec traitement spécifique	28,28%

#### Pour un investissement en dette

De la même manière, un investissement obligataire illustratif est considéré, pour évaluer l'impact d'un traitement spécifique des investissements en dette pour les infrastructures.

Taux de coupon	4%
Duration	10
CQS	1
Taux de rendement actuariel	2,31%

Le calcul du SCR taux n'est pas modifié par l'introduction de cette nouvelle classe d'actif, mais le SCR spread bénéficie d'un choc plus faible sur cette classe d'actifs.

INVESTISSEMENT EN DETTE	
SCR marché sans traitement spécifique des infrastructures	12,82%
SCR marché avec traitement spécifique des infrastructures	9,94%

Les dispositions prévues par la nouvelle réglementation spécifique aux investissements en infrastructures permettraient dans ce cas de faire **baissier le SCR Marché de 22,45%**.

Pour avoir une vision plus complète de l'impact de cette norme, nous pouvons aussi observer le SCR marché pour différentes durations et notations :

Sans traitement		Duration			
		5	10	15	20
Rating	0	6,91%	12,06%	16,81%	21,58%
	1	7,59%	12,82%	17,53%	22,28%
	2	8,74%	14,28%	18,91%	23,60%
	3	13,55%	22,22%	28,52%	34,88%
Volatilité des chocs		7,70%			

Avec traitement		Duration			
		5	10	15	20
Rating	0	5,50%	9,89%	13,93%	17,99%
	1	5,55%	9,94%	13,96%	18,01%
	2	5,64%	10,00%	14,01%	18,05%
	3	5,89%	10,24%	14,22%	18,24%
Volatilité des chocs		4,77%			

Quelle que soit la durée et la qualité de crédit (CQS de 0 à 3), **les investissements en dette demeurent moins coûteux en fonds propres (max 18%) que les investissements en capital (28%), malgré les allègements de chocs introduits par l'amendement.**

De plus, la mise en œuvre des nouvelles dispositions a également pour effet de réduire les écarts entre les chocs appliqués aux différents types d'investissements. La classe d'actif devient ainsi plus homogène en terme de coût en capital, quelques soient les durations et qualités de crédit (supérieur à BBB ou CQS <= 3) des titres de dette.

On note par ailleurs, que le coût en capital au titre du risque de marché est réduit jusqu'à plus de moitié pour les durations les plus courtes, comme on peut l'observer ci-dessous.

% de baisse		Duration			
		5	10	15	20
Rating	0	-20,40%	-17,98%	-17,13%	-16,62%
	1	-26,91%	-22,45%	-20,36%	-19,14%
	2	-35,52%	-29,98%	-25,93%	-23,54%
	3	-56,55%	-53,90%	-50,15%	-47,70%

Au-delà de la réduction du SCR marché, on remarque aussi que la classe d'actif est plus homogène après traitement : on passe d'un écart-type global de 7,70% avant traitement à 4,77% après traitement.

### 3 – Gestion des risques

L'organisme assureur se doit de procéder à **une diligence appropriée** avant tout investissement dans un projet d'infrastructure :

- Une analyse documentée sur la qualification de l'investissement selon les critères cités précédemment.
- Une procédure de validation du modèle de flux effectuée par des personnes indépendantes de toute influence.

L'organisme assureur doit également effectuer un suivi permanent des investissements effectués et les soumettre à des stress tests réguliers affectant aussi bien les flux de trésorerie que le collatéral.

Lorsque les investissements en infrastructure sont significatifs pour un organisme assureur, le nouvel amendement impose d'établir des **procédures écrites** spécifiques incluant notamment des dispositions précises dans le cadre d'un pilotage actif de ces investissements. La **gestion Actif-Passif (ALM)** doit également prendre en compte un tel investissement lorsqu'il est effectué sous forme de titres de dettes, notamment pour assurer leurs détention jusqu'à maturité.

En conclusion, cet amendement, apporte un gain significatif de charge en capital réglementaire pour les investissements en infrastructures répondant aux critères du régulateur. Toutefois, ce nouveau traitement impose également des exigences plus strictes en termes de pilotage, de suivi et de contrôle auxquelles les organismes devront se soumettre s'ils souhaitent bénéficier de la réduction de charge en capital.

Par ailleurs, le régulateur étudie également la possibilité d'appliquer des réductions de choc similaires aussi aux investissements dans les entreprises d'infrastructure et pas uniquement pour les investissements dans les projets d'infrastructures tel que prévu dans [l'amendement des actes délégués du 2 avril 2016](#).



Rédigé par Selma,  
*Membre de l'équipe Périclès Actuarial*