



PROPOSITION d'ARTICLE POUR LA REVUE RISQUES

Double comptabilisation des frais de gestion sous Solvabilité II¹

par Olivier Gossner

Directeur de recherche au CNRS, CREST
Prof. Économie et Finance, École polytechnique
Prof. Mathématiques, London School of Economics

et Michael Florig

Docteur habil., Aktuar-DAV
Prof. Associé, École polytechnique
Managing Director, Crédit Agricole CIB

Résumé

Nous mettons en évidence une double comptabilisation des frais de gestion des actifs assurantiels dans l'interprétation majoritaire actuelle de la directive Solvabilité II. Cette double comptabilisation conduit à des provisions injustifiées d'un montant total que nous estimons être de l'ordre de 100 milliards d'euros, et à une distorsion de l'investissement de l'épargne qui pénalise considérablement l'investissement productif et de long terme. Nous exposons ici les données du problème, les moyens de le résoudre et l'impact positif significatif qu'une correction entraînerait pour l'investissement productif français et européen.

* * *

¹ Les auteurs remercient Sophie Vermeille et Paul Oudin de Droit et Croissance pour leurs commentaires utiles sur ce texte..

1. Coûts de gestion : réglementation et pratique

Les compagnies d'assurance, comme tout gestionnaire d'actifs, supportent des coûts associés à la gestion de leurs portefeuilles tels que les coûts des fonctions supports, la rémunération des gérants, le coût de l'analyse financière et les frais juridiques et de conseil. Ces coûts vont habituellement de quelques points de base par an pour des obligations simples et à faible risque telles que les obligations d'État, à 20 ou 30 points de base annuels, voire plus, pour des actifs plus complexes à gérer tels que des financements de projets ou des obligations d'entreprises à haut rendement.

La réglementation européenne Solvabilité II impose aux compagnies d'assurance de tenir compte de ces coûts dans l'évaluation de leurs provisions techniques². Ces provisions doivent être a) en cohérence avec les prix de marché et b) passées en application de méthodes de valorisation classiques, reposant notamment sur l'hypothèse d'une absence d'opportunité d'arbitrage³.

La pratique la plus répandue à l'heure actuelle consiste à appliquer cette réglementation sous la forme suivante : d'une part, en inscrivant à l'actif du bilan prudentiel les investissements à leur valeur de marché⁴ et, d'autre part, en provisionnant au passif des frais de gestion occasionnés par ces investissements pour la durée de détention des actifs correspondants.

Or, nous allons montrer que selon la logique économique, la valeur de marché d'un actif reflète déjà les frais de gestion liés à cet actif. Par conséquent, il est incohérent d'imputer au passif ce qui a déjà été comptabilisé dans la partie active du bilan prudentiel.

2. Les prix de marché intègrent déjà les frais de gestion

L'analyse économique et financière repose sur le principe que pour un acteur économique, la valeur d'un bien ou service correspond aux bénéfices que cet acteur en retire diminués des coûts que son utilisation implique. Ainsi, dans le cas des actifs avec frais de gestion, la valeur d'un investissement pour son détenteur est égale à sa valeur nette, telle que mesurée par les flux futurs de trésorerie que cet investissement a vocation à générer, diminuée des coûts tels que frais de gestion.

Supposons par exemple que la valeur brute d'un actif est de 105, et que les frais de gestion supportés par les acteurs de marché pour cet actif sont en moyenne de 5. Le prix de marché de cet actif représente sa valeur économique moyenne pour les acteurs du marché, c'est-à-dire sa valeur nette qui est ici de $105 - 5 = 100$.

² Voir l'article 31.1 du règlement délégué européen 2015/35 : « La projection des flux de trésorerie utilisée pour calculer la meilleure estimation tient compte de toutes les dépenses suivantes, qui se rapportent aux engagements d'assurance et de réassurance... (b) les frais de gestion des investissements. »

³² Cette hypothèse, fondamentale en économie et en finance, peut être résumée par l'idée selon laquelle deux actifs générant les mêmes flux de trésorerie nette ne peuvent avoir deux prix différents. Voir les articles 75, 76 et 77 de la directive européenne 2009/138/CE du 25 novembre 2009 (Journal officiel de l'Union européenne 2009) ainsi que l'article 22. 3. (a) et (b) du règlement délégué européen 2015/35 (Journal officiel de l'Union Européenne 2015).

⁴ Ces prix sont observés sur les marchés pour certains actifs. Pour d'autres, tels que des investissements alternatifs comme la dette privée, ils sont estimés au travers de modèles calibrés à partir des prix observables selon l'article 75 de la directive 2009/138/CE.

Ainsi, par le jeu de l'offre et de la demande, le prix de marché d'un actif représente sa valeur brute diminuée des frais de gestion moyens supportés par l'ensemble des acteurs et éventuellement diminués d'autres frais, tels que les impôts et taxes applicables.⁵

Dans notre exemple, les compagnies d'assurance inscrivent au bilan prudentiel les actifs qu'elles détiennent à leur valeur de marché, c'est-à-dire 100, et déduisent donc de leur actif les frais de gestion moyens supportés par les acteurs de marché du seul fait de la comptabilisation de leurs actifs au prix de marché. En plus de cette comptabilisation à la valeur nette, les compagnies d'assurance inscrivent à leur passif une charge représentant les frais de gestion effectivement supportés. Une assurance ayant des frais de gestion estimés à 6 valorise ainsi l'actif à $100 - 6 = 94$.

La méthode actuelle conduit donc à une double comptabilisation des frais de gestion aux bilans, une première fois aux actifs à travers les prix de marché, et une seconde fois aux passifs par une provision technique.

3. La double comptabilisation pénalise l'investissement productif

Par leur activité de gestion d'actifs, les compagnies d'assurance ont pour vocation de jouer un rôle d'intermédiaire financier entre les épargnants et l'économie productive, au bénéfice :

- 1) *des épargnants*, en leur permettant d'accéder à des classes d'actifs attractives et inaccessibles en direct aux investisseurs individuels, tout en offrant une gestion professionnelle du risque et de sa diversification ; et
- 2) *des entreprises* par l'activité de financement. En regroupant l'épargne d'un grand nombre d'investisseurs, elles sont à même de mettre en œuvre des stratégies de long terme de gestion d'investissements complexes qui profitent d'une prime d'illiquidité.

Or, l'amplitude de la double imputation est d'autant plus importante que le sont les frais de gestion. Le problème dû à la double comptabilisation est donc particulièrement sévère pour des actifs coûteux à gérer tels que les financements de projets. Étant donné que les provisions sont imputées pour la durée de détention anticipée des actifs, le problème est de plus amplifié pour les engagements de long terme.

En pénalisant comptablement ces classes d'investissement, la double comptabilisation des frais de gestion induit un effet de distorsion de l'épargne. Elle encourage les assurances à investir en classes d'actifs liquides et peu coûteux à gérer, qui occasionnent relativement peu de frais de gestion, et désincite l'investissement en projets de long terme complexes à gérer, et pour lesquels les frais de gestion sont donc plus importants.

La double imputation pénalise donc à la fois l'épargne de long terme et l'investissement productif et stratégique par nature complexe.

⁵ Dans le cas où les frais supportés varient selon les acteurs, les prix représentent une moyenne de ces frais (voir section 3 de Gossner et Florig (2021)).

4. Éliminer la double comptabilisation stimulerait l'investissement productif

Un changement de la pratique réglementaire et de l'interprétation des textes applicables aurait pour effet :

- 1) de corriger l'effet de distorsion défavorable aux investissements stratégiques et productifs occasionnant des frais de gestion importants, encourageant un redéploiement plus efficace du capital, notamment en direction de l'investissement stratégique et productif ; et
- 2) de libérer des capitaux assurantiels actuellement bloqués par la double comptabilisation. Ces capitaux pourraient en partie être réinvestis en investissement productif, et en partie donner lieu à des ajustements des règles de solvabilité.

Nous estimons que la correction de la double comptabilisation permettrait de libérer des capitaux de l'ordre de 100 milliards d'euros en Europe, dont 25 milliards d'euros en France.⁶

L'impact en France devrait être relativement élevé eu égard aux provisions pour frais de gestion par pays. Au travers de nos discussions avec des compagnies d'assurance dans sept pays européens, nous avons en effet constaté que la double comptabilisation semble être appliquée de manière plus systématique en France que dans certains autres pays de l'Europe.⁷

Les flux de trésorerie supplémentaires dans les projections Solvabilité II qui résulteraient de l'élimination de la double comptabilisation sont en proportion des montants actuellement provisionnés pour frais de gestion. Ces derniers peuvent être estimés de la manière suivante : au niveau Européen les investissements sous gestion des assurances représentent un montant d'environ $I \approx \text{€}7600$ milliards ; les frais de gestion peuvent être estimés en moyenne à $C \approx 15$ points de base⁸ par an, et la durée modifiée du passif à $D \approx 12$ ans. On obtient ainsi une valeur actualisée des doubles provisions pour frais de gestion de $I \times C \times D \approx \text{€} 140$ milliards. En prenant en compte que certains frais liés à la gestion de l'immobilier ne sont pas soumis à la double comptabilisation, de même qu'une partie des frais de gestion dans certains pays, nous ramenons l'estimation à un ordre de grandeur 70% de 140 milliards soit $\text{€} 100$ milliards. Concernant la France uniquement, on estime un capital $I \approx \text{€} 2500$ milliards, des frais de gestion de $C \approx 11$ points de base par an et une durée modifiée du passif de à peu près $D \approx 12$ ans, et donc des provisions pour frais de gestion $I \times C \times D \approx \text{€} 33$ milliards. Étant donné que la double comptabilisation est plus systématique en France que dans certains autres pays de l'EEA, on obtient une estimation nationale des frais de gestion doublement comptabilisés de l'ordre 75% des $\text{€} 33$ milliards soit de $\text{€} 25$ milliards.

Il est important de noter que ces estimations ne prennent pas en compte l'effet qu'aurait la suppression de la double comptabilisation des frais de gestion sur l'allocation des actifs. Sachant que cette

⁶ Dans l'hypothèse d'une suppression de la double comptabilisation, l'impact apparaîtrait sous forme d'un flux de trésorerie supplémentaire dans la modélisation, qui selon les règles de gestion des différents compagnies d'assurance se répartissant entre la réserve de réconciliation, passifs d'impôts différés (PID) et prestations discrétionnaires futures (PDF). Les positions supplémentaires de PID et PDF pourraient éventuellement augmenter la capacité d'absorption des pertes des provisions techniques, par conséquent réduire le SCR. La libération de capital se ferait donc par une augmentation des fonds propres et une réduction du SCR.

⁷ Dans certains pays la double comptabilisation n'est pas appliquée entièrement à tous les actifs. Des exceptions existent pour les investissements immobiliers et dans certains pays pour certains types de dette privée. De plus, l'impact de la correction dépend de la méthode d'actualisation utilisée. Avec un ajustement égalisateur comme utilisé en Grande Bretagne et dans une certaine mesure en Espagne, l'impact de la double comptabilisation est relativement faible.

⁸ Basé sur les frais de gestion et investissements par pays et au niveau EEA publié dans la base de données d'EIOPA des statistiques d'assurance. Nous supposons que ces frais de gestion s'appliquent aux investissements sauf investissements dans des fonds. Nous supposons que les frais de gestion des fonds génèrent les mêmes frais en points de base

élimination devrait stimuler l'investissement des actifs coûteux à gérer, il est réaliste d'estimer une augmentation de C, et par conséquent l'impact obtenu dans le nouvel équilibre de marché devrait être supérieur à notre estimation.

5. La double comptabilisation peut être facilement corrigée

L'article 77 de la directive européenne 2009/138/CE du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (dite « Solvabilité II »), combiné à l'article 31 du règlement délégué européen 2015/35 qui complète cette directive, encourage sans les y contraindre les compagnies d'assurance à procéder à la double comptabilisation en les invitant à « tenir compte » des frais de gestion dans le calcul des provisions techniques, qui viennent diminuer leurs ratios de solvabilité.

Or, « tenir compte » des provisions techniques peut tout à fait être interprété comme requérant chaque compagnie d'assurance de comptabiliser la différence entre les provisions moyennes supportées par le marché et incorporées dans les prix des actifs, qu'il est possible d'estimer, et les provisions effectivement supportées par la compagnie d'assurance.

Reprenons notre exemple précédent. Si la valeur de marché de l'actif (par hypothèse nette de frais de gestion moyens) est de 100, que les frais de gestion moyens sont de 5, et que les frais effectivement supportés par la compagnie d'assurance sont de 6, alors la compagnie d'assurance n'aura qu'à passer en charge la différence entre ses propres frais et les frais moyens, c'est-à-dire $6 - 5 = 1$ (puisque les frais moyens de 5 sont déjà incorporés dans le prix de marché de l'actif). À l'inverse, si les frais de gestion de la compagnie sont inférieurs aux frais moyens, l'on pourrait envisager une augmentation de l'actif correspondante.

Une correction du double comptage peut s'effectuer :

- *au niveau français*, par une simple clarification de la pratique réglementaire, qui pourrait être l'objet d'un consensus entre l'ACPR et assureurs français ; et/ou
- *au niveau européen*, par un ajustement mineur de l'article 31 du règlement délégué européen 2015/35 afin soit a) de clarifier l'interprétation des textes actuels, soit b) d'éliminer simplement la prise en compte des frais de gestion des investissements. La solution b) pourrait être privilégiée si l'on arrive à la conclusion que les assureurs sont typiquement au moins aussi efficaces dans la gestion de leurs coûts que le marché dans son ensemble. Cela permettrait d'éviter de générer des coûts administratifs associés à l'estimation de l'écart entre frais de gestion individuels et frais moyens.⁹

6. Des évolutions récentes dans la bonne direction

La société des actuaires allemands (DAV) a publié une note qui suit notre argumentation.¹⁰ Par la suite, l'association allemande des compagnies d'assurance (GDV), selon notre compréhension en concertation avec le superviseur des assurances allemand, la BaFin, a proposé une approche *ad hoc* afin

⁹ Pour une correction de la prise en compte des frais de gestion avec l'usage de la courbe de taux d'intérêt avec correction de volatilité ou ajustement égalisateur, une modification des textes juridiques constituerait une approche plus complète. Néanmoins ce point est d'une importance relativement mineure, par rapport au principe de la correction de la valorisation des frais de gestion en général.

¹⁰ Voir Deutsche Aktuarvereinigung e. V., 2022

d'éliminer de manière significative la double comptabilisation des frais de gestion pour les investissements alternatifs¹¹.

Comme nous l'avons exposé, en France, un dialogue entre assureurs et l'ACPR pourrait permettre d'aboutir à une interprétation des textes existants qui supprime la double imputation. Au niveau européen, il est possible de proposer une modification législative ayant le même effet.

7. Conclusion

La double comptabilisation des frais de gestion est une anomalie comptable trouvant sa source dans une compréhension économique erronée des principes de valorisation qu'impose Solvabilité II. Elle pénalise l'investissement productif et l'épargne de long terme. Sa correction permettrait une allocation plus efficace du capital à destination des entreprises et une meilleure gestion du profil de risques de l'épargne française et européenne bénéficiant l'économie dans son ensemble en plus de libérer du capital qui pourrait être utilisé à destination de projets stratégiques européens. Il s'agit à la fois d'un sujet majeur par l'ampleur du capital ainsi libérable et par la distorsion engendrée sur l'allocation de l'épargne, et simple techniquement à régler. En France, le sujet devrait pouvoir faire l'objet d'un consensus entre pouvoirs publics, superviseurs et compagnies d'assurances.

¹¹ GDV, 2022, communication mise à disposition des compagnies membres du GDV. Une correction seulement partielle n'est pas entièrement satisfaisante d'un point de vue méthodologique mais peut se comprendre d'un point de vue politique du fait qu'elle entérine une pratique déjà pratiquée par certains acteurs dans le marché allemand.

BIBLIOGRAPHIE

- Deutsche Aktuarvereinigung e. V. (DAV). 2022. "Incorporation of investment costs in the market-consistent valuation of technical provisions under Solvency II." *Aktuare Online*.
https://aktuar.de/unsere-themen/fachgrundsaeetze-oeffentlich/2022-07-29_DAV-Report-on-Findings_Investment-Costs.pdf.
- O. Gossner and Florig, M. 2021. "Market equilibrium with management costs and implications for insurance accounting." », *CREST Working paper Series 22*.
<http://crest.science/RePEc/wpstorage/2021-22.pdf>.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV). 2022. *Ausarbeitung zum Ansatz von Kapitalanlageverwaltungskosten unter Solvency II*.
- Journal officiel de l'Union Européenne. 2009. "Directive 2009/138/CE du Parlement Européen et du Conseil du 25 novembre 2009 sur l'accès aux activités de l'assurance et de la réassurance et leur exercice (Solvabilité II)." EUR-Lex.
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0138&from=sv>.
- Journal officiel de l'Union Européenne. 2015. "Règlement délégué (UE) 2015/35 de la Commission du 10 octobre 2014." EUR-Lex.
<https://eur-lex.europa.eu/legal-content/FR/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015R0035>.