

Insurance Investment Ideas



AUTEUR



Hubert Vannier

CFA, Responsable des Actifs Titrisés,
Amundi

À propos de l'auteur

Hubert Vannier est responsable des Actifs Titrisés chez Amundi. Dans ce cadre, il supervise les stratégies d'investissement sur les marchés de la titrisation et du crédit sécurisé. Fort de plus de vingt-cinq ans d'expérience sur les marchés financiers, il possède une expertise approfondie en crédit structuré et a dirigé des équipes sur des initiatives institutionnelles majeures, notamment des missions de conseil pour la BCE dans le cadre de son programme d'achats d'ABS. Il a également exercé en gestion de portefeuille et à la tête de stratégies d'arbitrage. Hubert est titulaire d'un Master d'économétrie (Paris I – Panthéon-Sorbonne), d'un Master en management (ESCP) et du CFA.

Contact: hubert.vannier@amundi.com

Réformes européennes de la titrisation : perspectives stratégiques pour les investisseurs assureurs

POINTS CLEFS

- Le paquet de réformes de la Commission européenne, attendu pour une entrée en vigueur début 2027, vise à revitaliser le marché européen de la titrisation dans le cadre de l'initiative « Union pour l'épargne et l'investissement (UEI) ».
- Les principales évolutions concernent le Règlement sur la titrisation, le CRR ainsi que le LCR et Solvabilité II, avec pour objectif principal de réduire les exigences en capital et d'accroître l'attractivité des actifs titrisés pour les banques et les compagnies d'assurance.
- Le capital de solvabilité requis (SCR) sera recalibré, notamment pour les tranches senior STS, afin de les aligner sur le traitement applicable aux obligations sécurisées (*covered bonds*).
- La réforme introduit une approche plus sensible au risque, tout en maintenant des exigences en capital plus élevées pour les tranches mezzanine non-STS.
- Effets attendus sur le marché des actifs titrisés : élargissement de la base d'investisseurs, resserrement des spreads, amélioration de la profondeur et de la liquidité, et un marché plus résilient et efficient.
- Implications en matière d'investissement :
 - Les ABS STS présentent déjà un fort intérêt dans le cadre réglementaire actuel de Solvabilité II.
 - Les CLO offrent des spreads élevés, mais restent limités par les contraintes actuelles de SCR en formule standard.
 - Le paquet de réformes sur la titrisation ouvre un accès plus large à des opportunités d'investissement efficientes en capital pour les assureurs.

CONTRIBUTEURS

Sylvie Nonnon, Experte-conseil Gestion Assurantuelle, Amundi

Geoffrey Sauwala, Gérant de portefeuille Senior ABS/CLO, Amundi

Amadou Loum, Gérant de portefeuille Senior ABS/CLO, Amundi

ÉDITEUR

Maëliß Odjo, Spécialiste Marketing, Institutionnels, Assurance et Banque, Amundi



Introduction

La titrisation signe un retour stratégique en Europe.

Le 29 octobre 2025, la Commission européenne a publié un règlement délégué modifiant le cadre de Solvabilité II, entraînant une baisse significative de l'exigence en capital au titre du risque de spread (SCR de spread) pour les investissements en titrisation selon la formule standard¹.

Cette mesure s'inscrit dans le cadre d'un vaste paquet de réformes présenté le 17 juin 2025 dans le cadre de l'initiative de l'**« Union de l'épargne et de l'investissement »**, qui vise « *faciliter l'activité de titrisation au sein de l'Union Européenne tout en préservant la stabilité financière* »².

L'ambition est claire : lever les freins réglementaires qui entravent l'émission et l'investissement en titrisation, afin de soutenir le financement des ménages et des entreprises.

Pour atteindre cet objectif, la Commission a proposé des ajustements ciblés de plusieurs réglementations clés³ :

- 1 - **Règlement sur la titrisation** (*Securitisation Regulation*, EU 2017/2402) pour alléger des contraintes opérationnelles pour les émetteurs et les investisseurs.
- 2 - **Règlement sur les exigences de fonds propres** (*Capital Requirements Regulation or CRR*, EU 575/2013) and règlement sur le ratio de liquidité (*Liquidity Coverage Ratio regulation* ou LCR, EU 2015/61) pour accroître l'attractivité des actifs titrisés pour les banques.
- 3 - **Solvabilité II** (S2, EU 2015/35 et amendements) pour recalibrer les exigences de capital afin de libérer la capacité d'investissement des assureurs grâce à une réduction du SCR de spread.

Avec plus de 6 000 milliards d'euros d'actifs sous gestion (hors unités de compte), le secteur de l'assurance dispose d'une capacité d'investissement significative et est bien placé pour bénéficier de la relance du marché européen de la titrisation.

Dans cet article, nous analysons comment les réformes envisagées pourraient améliorer l'efficience en capital des investissements en titrisation et offrir des rendements ajustés aux risques plus attractifs, ouvrant ainsi aux assureurs de nouvelles opportunités d'investissement, à la fois dans le contexte actuel et à plus long terme après leur mise en œuvre.

I. Situation actuelle du marché européen de la titrisation

1) Principales caractéristiques

La titrisation permet notamment aux cédants de transférer des actifs hors bilan et de libérer des fonds propres réglementaires.

La titrisation permet à un créancier de transformer des portefeuilles de créances ou d'autres actifs financiers en titres négociables. Au-delà du simple financement, la titrisation permet notamment aux cédants de transférer des actifs hors bilan et de libérer des fonds propres réglementaires, augmentant ainsi sensiblement leur capacité à soutenir l'octroi de nouveaux crédits – un effet qu'aucune obligation non garantie ou adossée (*covered bond*) ne permet d'obtenir.

En Europe, la titrisation est régie par un cadre réglementaire spécifique⁴.

Comme l'illustre la Figure 1, les titrisations européennes reposent généralement sur **deux caractéristiques clés** :

- **Lien avec les actifs** : les paiements aux investisseurs proviennent des *cash flows* générés par le portefeuille d'actifs sous-jacent. Ces actifs sont vendus à un véhicule ad hoc (*Special Purpose Vehicle, SPV*), juridiquement isolé de l'initiateur et protégé contre le risque de faillite de celui-ci.
- **Structuration en tranches et allocation du risque** : les flux de trésorerie sont distribués aux investisseurs selon une hiérarchie contractuelle de paiement prédéfinie (*waterfall*), créant des profils risque/rendement différenciés entre les différentes catégories de titres (« tranches ») :
 - **Senior (« first pay »)** : prioritaire dans l'ordre des paiements, généralement notée AAA ou AA ;
 - **Mezzanine** : subordonnée aux tranches seniors, typiquement notée de AA à B ;
 - **Junior (ou « equity », « first loss »)** : absorbe les pertes initiales et n'est pas notée.

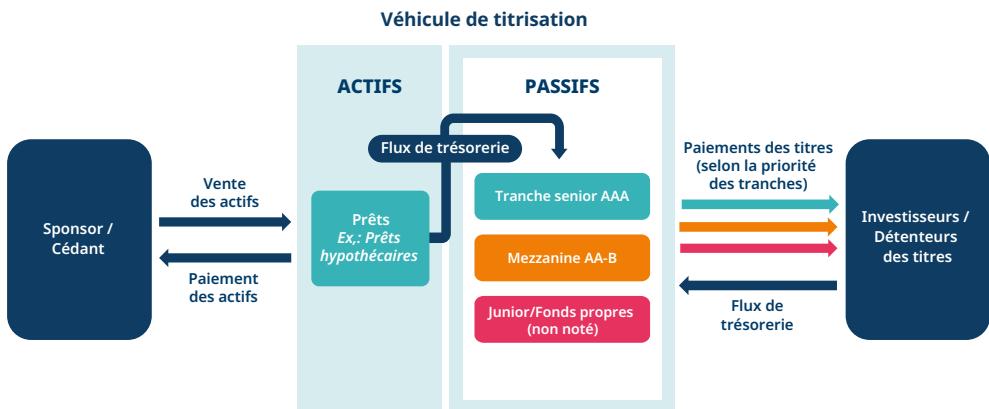
1. Commission européenne – Règlement délégué (UE) du 29 octobre 2025 modifiant le règlement délégué (UE) n° 2015/35 relatif à Solvabilité II, disponible sur https://finance.ec.europa.eu/regulation-and-supervision/financial-services-legislation/implementing-and-delegated-acts/solvency-2_en

2. https://finance.ec.europa.eu/publications/commission-proposes-measures-revive-eu-securitisation-framework_en

3. Bien que non inclus dans le paquet actuel, des ajustements potentiels des ratios de contrôle des OPCVM (UCITS) sont également à l'étude sur le marché.

4. EU 2017/2402 Article 2. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017R2402>

Figure 1 : Structure simplifiée d'un véhicule de titrisation



Source : Amundi. À titre indicatif uniquement.

Au deuxième trimestre 2025, le marché européen de la titrisation s'élevait à 1 250 milliards d'euros d'encours.

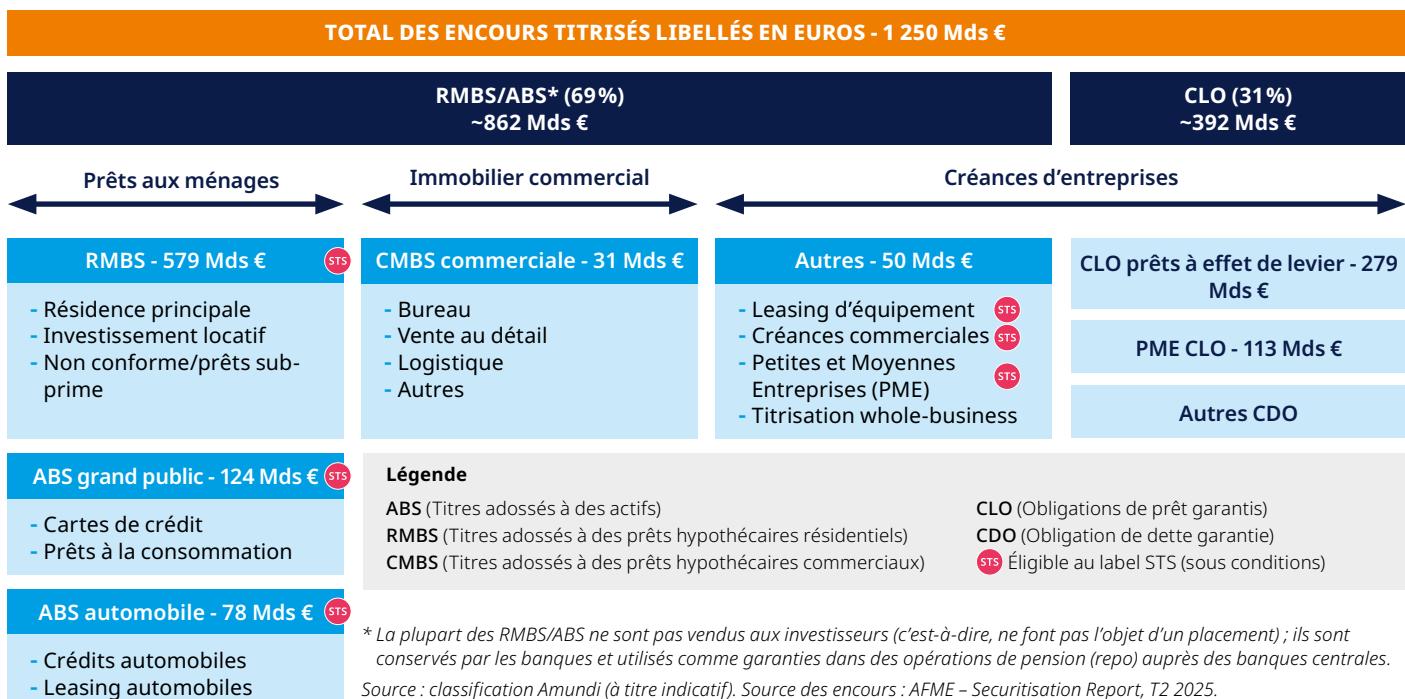
2) Aperçu du marché européen

Les pools de titrisation sont généralement composés **d'actifs homogènes**, différenciés principalement par leur type d'actifs sous-jacent⁵.

Au deuxième trimestre 2025, le marché européen de la titrisation s'élevait à **1 250 milliards d'euros d'encours**. Les titres adossés à des prêts hypothécaires résidentiels (RMBS) et les titres adossés à des actifs (ABS) représentent environ **69% du marché**, tandis que les *Collateralised Loan Obligations* (CLOs) représentent les **31% restants**.

Au sein de ces catégories, le marché offre une exposition à une large gamme de types de collatéraux, incluant les crédits aux ménages, l'immobilier commercial et les actifs d'entreprise.

Figure 2 : Répartition du marché européen de la titrisation (encours) par type d'actif – T2 2025



5. En raison des réglementations propres à chaque juridiction concernant les prêts aux ménages, les pools d'ABS et de RMBS reposent presque toujours sur un seul pays. En revanche, les leveraged loans présentent souvent des caractéristiques comparables d'un pays à l'autre, et les CLO sont systématiquement diversifiés à l'échelle européenne afin de tirer parti de la diversification.

Le label STS : Rendre le risque plus visible et libérer du capital

Depuis 2019, les titrisations européennes qui respectent les critères Simple, Transparent et Standardisé (STS) bénéficient d'un traitement réglementaire spécifique visant à renforcer la confiance des investisseurs et à améliorer l'efficacité du capital pour les investisseurs.

Actifs éligibles : La majorité des ABS et RMBS traditionnels, sous réserves de portefeuilles granulaires, de structures juridiques simples et protectrices et de critères de performance stricts.

Actifs non éligibles : CLO, CMBS et les titrisations adossées à des prêts non performants.

Le marché européen de la titrisation offre plusieurs attributs pertinents pour la constitution de portefeuille et la gestion du bilan des assureurs.

3) Avantages clés des actifs titrisés européens pour les assureurs

- S'appuyant sur ses caractéristiques structurelles**, le marché européen de la titrisation offre plusieurs caractéristiques pertinentes pour les portefeuilles d'investissement et la gestion du bilan des assureurs.
- Spreads attractifs** : Les actifs titrisés européens offrent des primes de rendement significatifs par rapport aux obligations d'entreprise de notation équivalente. Les tranches notées AAA se négocient typiquement avec des spreads contre swaps entre 40 points de base (RMBS prime) et 130 points de base (tranches seniors de CLO)⁶.
- Taux de défaut historiquement très faibles** : depuis plus de quarante ans, la titrisation européenne, et tout particulièrement les tranches seniors, affiche des taux de défaut extrêmement faibles. Selon les dernières données de marché et analyses publiées en juin 2025, les défauts cumulés restent inférieurs à 0,1 % pour les tranches AAA et quasi nuls sur les ABS et CLO seniors⁷.
- Sensibilité limitée aux taux d'intérêt** : la majorité des tranches de titrisation sont émises à taux variable, avec des coupons indexés sur l'Euribor à un ou 3 mois. Cette structure réduit la sensibilité aux fluctuations de taux d'intérêt et contribue à la stabilité des portefeuilles dans un contexte de volatilité accrue. Historiquement, la corrélation des actifs titrisés avec les indices à duration courte demeure faible sur la période 2018-2025 (voir figure 3).
- Liquidité** : les investisseurs en titrisation, souvent dotés de mandats de gestion à long terme, peuvent tolérer la volatilité des prix sans recourir à des ventes forcées. En période de tension sur le marché, ils adoptent fréquemment une approche opportuniste, profitant des baisses de prix pour renforcer leurs positions. Ce comportement contribue à la stabilité relative et au maintien de la liquidité globale du marché secondaire des ABS et des CLO.
- Faible corrélation avec les autres obligations** : les titrisations offrent une exposition à des portefeuilles d'actifs sous-jacents présentant des profils de risque distincts, ce qui réduit la corrélation avec les obligations d'entreprise ou souveraines.

À titre d'illustration, sur la période 2018 à 2025 (voir figure 3), les corrélations entre les ABS et les autres instruments de revenu fixe à courte durée demeurent faibles, généralement comprises entre 0,16 et 0,5, tandis que celles des tranches AAA se situent entre ~0,11 et 0,44.

Figure 3 : Matrice de corrélation hebdomadaire : Indice Bloomberg ABS vs. indices iBoxx 1-3 ans de septembre 2018 à septembre 2025

	Covered bonds €	Souverains	Entreprises	Financières	IG Ultra Short	Tout ABS	AAA ABS
Covered bonds €	1,00	0,94	0,79	0,67	0,28	0,16	0,13
Souverains	0,94	1,00	0,75	0,62	0,22	0,12	0,11
Entreprises	0,79	0,75	1,00	0,93	0,61	0,31	0,24
Financières	0,67	0,62	0,93	1,00	0,70	0,27	0,20
IG Ultra Short	0,28	0,22	0,61	0,70	1,00	0,51	0,44
Tout ABS	0,16	0,12	0,31	0,27	0,51	1,00	0,94
AAA ABS	0,13	0,11	0,24	0,20	0,44	0,94	1,00

Source : Bloomberg à la fin septembre 2025.

6. [Rapport de titrisation AFME Q2 2025](#) 7. [EUR-Lex - 52025PC0826 - EN - EUR-Lex](#)

II. Solvabilité II : des évolutions ciblées en faveur des titrisations européennes

L'amendement de la Commission européenne au Règlement délégué (UE) 2015/35 introduit des réductions ciblées de l'exigence de capital de solvabilité sur l'écart (Spread SCR).

Les derniers amendements de la Commission européenne au règlement délégué (UE) 2015/35 introduisent une réduction ciblée de l'exigence de capital liée au risque de spread (SCR de Spread) applicable aux expositions en titrisation détenues par les compagnies d'assurance et de réassurance relevant de la formule standard. Ces ajustements visent à mieux refléter le profil de risque de la titrisation.

1) Cadre actuel du SCR de Spread pour les titrisations

Dans la formule standard, le SCR de Spread repose sur les mêmes déterminants de base que pour les obligations d'entreprises, notamment le niveau de qualité de crédit (*credit quality step, CQS*) et la sensibilité crédit de l'instrument. Pour les titrisations des ajustements spécifiques viennent toutefois s'ajouter : la séiorité des tranches (les tranches mezzanine supportent un SCR plus élevé) et la conformité au label STS (les transactions certifiées STS bénéficient d'un SCR réduit). Dans le cadre actuel, à qualité de crédit et durée équivalentes, le SCR de Spread applicable aux titrisations est généralement plus élevé que celui qui est appliqué aux obligations d'entreprise ou aux **covered bonds**.

Figure 4 : SCR de Spread par année de duration crédit (jusqu'à 5 ans)

	Art 178.1	Art. 178.4	Art. 178.8	Art. 180	Art. 178.1
	STS		Non STS	Covered bonds	Entreprise
	Senior	Non Senior			
AAA	1,0%	2,8%	12,5%	0,7%	0,9%
AA	1,2%	3,4%	13,4%	0,9%	1,1%
A	1,6%	4,6%	16,6%	1,4%	1,4%
BBB	2,8%	7,9%	19,7%	2,5%	2,5%
BB	5,6%	15,8%	82,0%	4,5%	4,5%

Source : Règlement délégué de la Commission (UE) 2015/35.

2) Modifications proposées

L'amendement proposé vise à réduire sensiblement l'écart entre les exigences élevées en capital au titre du SCR de Spread et les faibles taux de défaut historiques observés pour les titrisations européennes, en s'appuyant sur trois axes principaux :

- Aligner les tranches seniors certifiées STS sur les obligations sécurisées (**covered**), afin de refléter leur qualité élevée et leur taux de défaut historiquement très faible ;
- Réduire significativement le SCR applicable aux transactions non-STS, ces dernières restant toutefois soumises à des exigences en capital nettement supérieures à celles des expositions aux obligations d'entreprise ;
- Introduire une distinction plus fine entre tranches seniors et non-seniors pour les transactions non-STS, permettant une évaluation plus granulaire du risque et un calibrage du capital plus précis, en reconnaissant le profil de risque inférieur des tranches seniors par rapport aux tranches subordonnées.

Figure 5 : SCR de spread proposé par année de durée de crédit (jusqu'à 5 ans) et variation par rapport au cadre actuel

	STS				Non STS		Covered bonds	Entreprises
	Senior	Non Senior	Senior (NOUVEAU)	Non Senior (NOUVEAU)				
AAA	0,7%	↓ -30 %	2,0%	↓ -29 %	2,7%	↓ -78 %	7,4%	↓ -41 %
AA	0,9%	↓ -25 %	2,6%	↓ -24 %	3,3%	↓ -75 %	9,0%	↓ -33 %
A	1,4%	↓ -13 %	4,0%	↓ -13 %	4,4%	↓ -73 %	12,0%	↓ -28 %
BBB	2,5%	↓ -11 %	7,1%	↓ -10 %	7,5%	↓ -62 %	18,8%	↓ -5 %
BB	4,5%	↓ -20 %	12,7%	↓ -20 %	14,3%	↓ -83 %	38,9%	↓ -53 %

Source : Règlement délégué de la Commission (UE) 2015/35, projet de modification de la Commission européenne 29 octobre 2025.

Évolutions réglementaires : une vision d'ensemble⁸

Parallèlement, les modifications proposées au règlement européen sur la titrisation, qui s'applique à l'ensemble des investisseurs institutionnels exposés à des titrisations européennes, introduisent une approche de supervision davantage fondée sur des principes. Cette approche vise à réduire les coûts opérationnels tout en maintenant un niveau élevé de protection des investisseurs.

Par ailleurs, les amendements au cadre prudentiel applicable aux établissements de crédit de l'UE (CRR), prévoient des pondérations de risque plus faibles, notamment pour les titrisations dites « résilientes », souvent adossées à des transactions STS bénéficiant d'un rehaussement de crédit suffisant. Le cadre du ratio de liquidité à court terme (LCR) est également ajusté, offrant une plus grande flexibilité quant à l'éligibilité des actifs titrisés, y compris ceux notés A- ou mieux, avec l'application de décotes moins sévères.

III. Un nouvel accord pour le marché européen de la titrisation

1) Impact attendu des évolutions réglementaires

Nous anticipons que la combinaison des amendements à Solvabilité II, au règlement CRR et au règlement sur la titrisation remodelera en profondeur le paysage européen de la titrisation.

Un élargissement potentiel de la base des investisseurs

La réduction attendue du SCR de spread pour les assureurs et les pondérations de risque pour les banques devrait inciter ces acteurs à renforcer leurs allocations en titrisations, en particulier sur les tranches seniors certifiées STS, dont le traitement viserait à se rapprocher de celui des obligations sécurisées (*covered bonds*).

Une possible compression des spreads

Avec la montée en puissance de la demande des investisseurs, nous anticipons un resserrement des spreads par rapport aux niveaux actuels.

Des volumes d'émissions appelés à augmenter

Un environnement de spreads plus serrés incitera les émetteurs à recourir davantage à la titrisation comme outil de financement et gestion de bilan. Par rapport aux obligations sécurisées ou à d'autres instruments collatéralisés, la titrisation offre une voie efficace pour libérer de la capacité de bilan et optimiser l'allocation de capital, notamment dans les segments ABS et RMBS.

8. Source : European Commission, Proposal for amending regulation (EU) 2017/2402 on securitisation, COM (2025) 325 final, June 2025, URL.

Des dynamiques de croissance différencierées selon les segments

- Actuellement, la majeure partie des encours ABS et RMBS reste retenue au bilan et utilisée comme collatéral dans les opérations de refinancement auprès des banques centrales. À mesure que ces titres deviendront moins coûteux à céder, nous anticipons une expansion significative du marché.
- À l'inverse, le marché des CLO restera contraint par plusieurs facteurs structurels, notamment le traitement prudentiel défavorable des transactions non-STS et une offre limitée de prêts sous-jacents à effet de levier (plus de 80% de ces prêts étant déjà détenus par les gestionnaires de CLO).

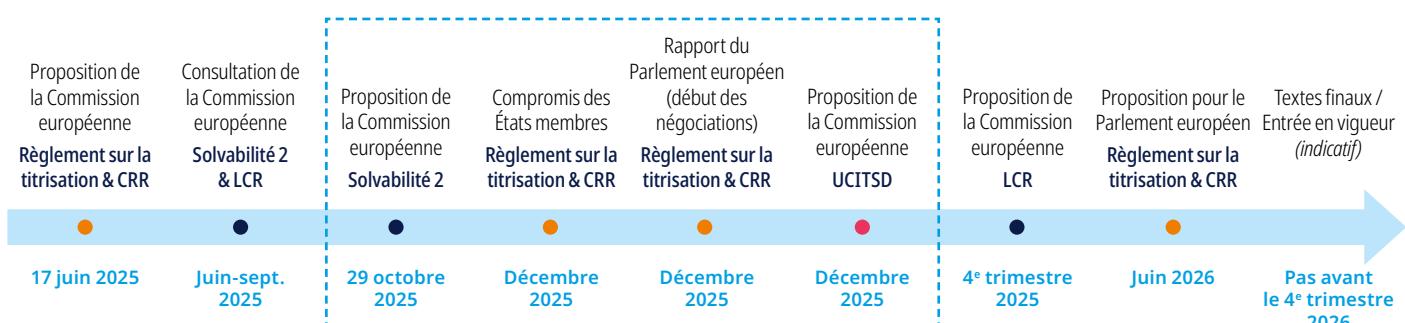
Profondeur du marché et amélioration de la liquidité

Dans l'ensemble, des volumes d'émission plus élevés et une participation élargie des investisseurs devraient renforcer la profondeur et la liquidité du marché, offrant ainsi aux investisseurs un choix plus large d'émetteurs et d'émissions.

2) Calendrier prévisionnel de mise en œuvre

Les révisions du CRR et du règlement sur la titrisation, en tant que réglementation de niveau 1, doivent suivre la procédure législative européenne, laquelle comprend notamment la tenue d'un trilogue. Elles prendront donc un certain temps avant leur adoption définitive. Nous anticipons une entrée en vigueur des règlements révisés au début de 2027, en cohérence avec le calendrier visé pour l'application des mesures issues de la revue de Solvabilité II, attendue fin janvier 2027. Indépendamment de l'échéancier exact (**voir nos hypothèses figure 6**), les acteurs de marché devraient se positionner sans attendre ou renforcer leur exposition afin de bénéficier du resserrement des spreads attendu. Dans ce contexte, les titrisations européennes apparaissent dès à présent comme une opportunité d'investissement à fort potentiel.

Figure 6 : Parcours législatif attendu, de la consultation à l'entrée en vigueur



Source : Amundi. Novembre 2025. Ce calendrier reflète les prévisions d'Amundi concernant le processus législatif en novembre 2025. Il est fourni à titre indicatif uniquement. Les dates et les étapes sont susceptibles d'être modifiées en fonction de l'évolution officielle du processus législatif et ne constituent en aucun cas un conseil juridique, financier ou réglementaire. Amundi décline expressément toute responsabilité quant à l'utilisation de ces informations.

IV. Comment saisir l'opportunité : exemples de stratégies d'investissement pour les assureurs

Les scénarios suivants illustrent différentes manières dont les assureurs peuvent envisager de renforcer la résilience de leurs portefeuilles, d'améliorer leur efficience en capital et d'accéder à des rendements potentiellement plus élevés grâce aux titrisations, tant dans le cadre du dispositif Solvabilité II actuel que dans la perspective de la nouvelle calibration du SCR de Spread envisagée à l'horizon 2027. Ces exemples sont purement illustratifs et construits à partir de données de marché représentatives, afin d'aider les assureurs à mieux appréhender la manière dont les titrisations peuvent compléter des portefeuilles obligataires traditionnels. Les chiffres mentionnés sont indicatifs et ne constituent en aucun cas une recommandation d'investissement.

1) Scénario 1 : améliorer l'efficacité du capital avec des ABS STS (cadre Solvabilité II actuel)

Contexte

Dans le cadre de la formule standard actuelle de Solvabilité II, les ABS STS offrent des spreads attractifs par rapport à leur charge en capital, ce qui en fait une opportunité concrète pour les assureurs. Ce scénario illustre comment une allocation intégrant des ABS STS de haute qualité peut améliorer les rendements ajustés au capital.

Portefeuille initial modélisé

Nous modélisons un portefeuille crédit d'assureur représentatif avec :

- Des pondérations conformes aux allocations rapportées par l'EIOPA⁹ ;
- Un spread moyen pondéré de **52,7 pb et une duration de spread de 4,46 ans¹⁰** ;
- Un SCR de spread initial de **6,53%** et ratio spread/SCR de **8,25%** ;
- Des données de marché au 30 novembre 2025.

Stratégie de mise en œuvre

- Réallocation de **5%** des obligations entreprises et des *covered bonds* vers des ABS senior STS de haute qualité (*high-grade*) ;
- Composition : tranches STS high-grade (majoritairement seniors), durée de vie moyenne pondérée de 2,1 ans (inférieure au marché).

Résultats

- Efficience du capital : ratio de spread/SCR **+0,42 point (+5,1%)** ;
- Caractéristiques du portefeuille stable, duration légèrement réduite ;
- Moteurs : spreads ABS STS élevés (70 pb par rapport aux swaps) et faible SCR annuel (1,2%).

Figure 7 : Impact d'une réallocation de 5% vers STS ABS sur l'efficience en capital (avant / après)

	Allocation		Spread (30 novembre 2025)		Spread SCR		Efficience du capital
	Portefeuille initial	Portefeuille suggéré	Spread (bp)	Duration spread (années)	SCR par année	Total SCR	Spread / SCR
Corp AA	28%	26%	41	4,8	1,1 %	5,3 %	7,8 %
Corp A	26%	25%	61	4,7	1,4 %	6,5 %	9,4 %
Corp BBB	26%	25%	79	4,3	2,5 %	10,8 %	7,3 %
Covered Bonds AAA	20%	19%	24	4,0	0,7 %	2,8 %	8,6 %
STS ABS de haute qualité	0%	5%	70	3,5	1,2 %	4,2 %	16,7%
		Spread (pb)	Duration Spread	SCR Spread	Spread / SCR		
Portefeuille initial		52,7	4,46	6,53 %	8,25 %		
Portefeuille suggéré		53,6	4,42	6,41 %	8,67 %		
Δ		+0,9	-0,05	-0,12 pp	+0,42 pp		

Source : Bloomberg, indices représentatifs du crédit européen, 30 novembre 2025. À titre purement indicatif. Les performances passées ne préjugent en rien des résultats futurs.

9. Source : rapport de stabilité financière de l'EIOPA juin 2025, Qualité de crédit des portefeuilles obligataires. Pour simplifier, les obligations non notées (1,6 %) et non notées (5,5 %) n'ont pas été prises en compte ; Les AAA sont censés inclure des obligations couvertes, d'autres notations dans des obligations d'entreprise.

10. Source : Bloomberg, ICE BofA Euro Corporate Index au 30/11/2025.

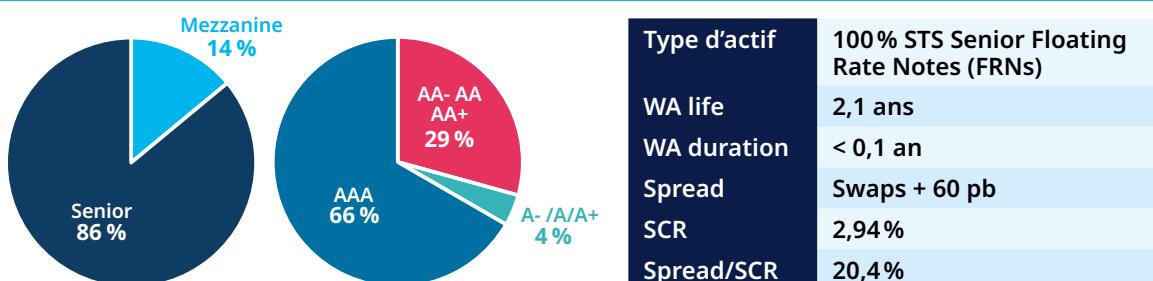
Exemple d'implémentation réelle

Nous avons mis en place un portefeuille composé de tranches STS de haute qualité, majoritairement seniors (86 %), avec une durée de vie moyenne pondérée (WAL) de 2,1 ans, pour un assureur soumis à Solvabilité II et appliquant la formule standard. Ce portefeuille présente les caractéristiques suivantes :

- Spread : **+60 points** de base par rapport aux swaps, au 30 septembre 2025 ;
- SCR de spread : **inférieur à 3%** ;
- Ratio Spread/SCR : **supérieur à 20%**.

Ce cas illustre que, même dans le cadre des règles actuelles du SCR de spread, une allocation rigoureuse vers des ABS STS de haute qualité peut améliorer significativement les rendements ajustés au capital.

Figure 8 : Principales caractéristiques du portefeuille



Source : Amundi. Données au 30 septembre 2025. Les spreads historiques et les résultats du Spread SCR sont fournis à titre purement indicatif et ne préjugent pas des résultats futurs.

2) Scénario 2 : évaluation des opportunités offertes par les CLO malgré des charges SCR élevées

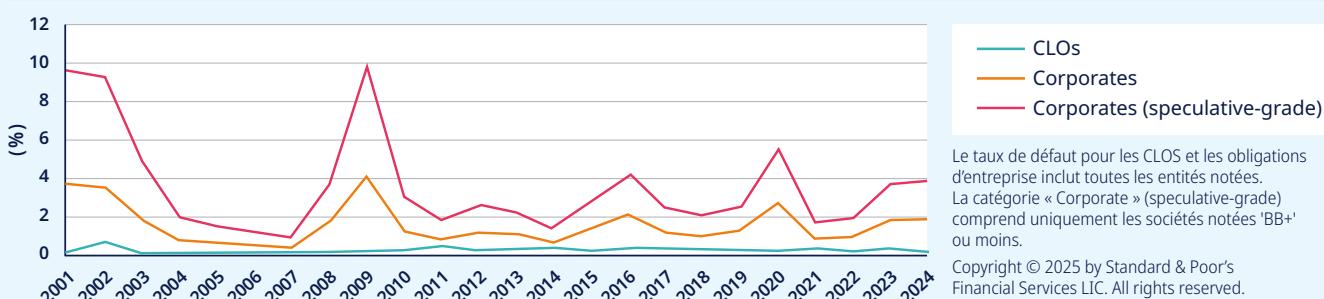
Contexte

Les CLO figurent parmi les instruments offrant les primes de risque les plus attractives sur les marchés du crédit. Néanmoins, dans le cadre réglementaire actuel de Solvabilité II, leurs exigences de capital (SCR) demeurent élevées, y compris pour les tranches notées AAA, ce qui limite leur attrait pour les investisseurs soumis à cette réglementation.

En revanche, pour les acteurs non soumis à Solvabilité II, les CLO présentent des arguments solides :

- **Des taux de défaut historiquement très faibles**, y compris pendant la crise financière de 2008 (voir fig. 9) ;
- **Une robustesse structurelle renforcée** : les CLO émis depuis 2010, dits « CLO 2.0 », intègrent les mécanismes de protection plus stricts que ceux des générations d'avant-crise (fig. 10) ;
- **Des rémunérations attractives** : les spreads des CLO demeurent supérieurs à ceux des autres segments du crédit, même aux niveaux des notations les plus élevées. À titre d'exemple, en novembre 2025, les tranches notées AAA offraient environ 130 points de base au-dessus des swaps.

Figure 9 : Taux de défaut annuels mondiaux selon S&P : CLOs vs. corporates



Source : S&P Default, Transition, and Recovery : 2024 Annual Global Leveraged Loan CLO Default and Rating Transition Study.

Figure 10 : Historique des défauts des CLO européens (S&P), 2002-2023

	EUR CLOs (2001-2022)	EUR CLOs (2001-2022)	EUR CLO 1.0 (2001-2009)	EUR CLO 2.0 (2010-2023)
Notation initiale	Nombre total de tranches	Nombre de tranches défaillantes	Nombre de tranches défaillantes	Nombre de tranches défaillantes
AAA	1327	-	-	-
AA	1144	-	-	-
A	843	-	-	-
BBB	863	4	4	-
BB	739	17	17	-
B	485	1	1	-
Effectif total	5401	22	22	0
Défauts cumulés (% du nombre d'émetteurs)		0,41 %	1,5 %	0,0 %

Source : S&P, Default transition and recovery : 2023 Annual Global Leveraged Loan CLO default and rating transition study.

Dans ce scénario, nous explorons l'impact d'une allocation hypothétique en CLO notées AAA sur le spread et l'efficacité en capital d'un portefeuille de crédit standard.

Stratégie appliquée

- Nous simulons un portefeuille de crédit d'assureur, selon la méthodologie du scénario 1, avec des pondérations alignées sur celles rapportées par l'EIOPA ;
- Scénario : 5% de l'exposition aux obligations d'entreprises et aux covered bonds est réallouée vers des CLO seniors notés AAA.

Résultats clefs

- Le spread moyen pondéré (WA) du portefeuille s'améliore de **+3,9 pb (+7,3%)** ;
- Les caractéristiques du portefeuille restent globalement stables, avec une augmentation marginale de la duration (+0,03 an) ;
- Le ratio Spread/SCR passe de **8,25 % à 7,94 % (-3,7 %)** en raison du SCR élevé des CLO (62,5 %).

Implications

- Pour les assureurs soumis à Solvabilité II : les CLO offrent des spreads intéressants, mais leur SCR élevé limite l'efficacité en termes de capital ;
- Pour les investisseurs non soumis à Solvabilité II : les CLO constituent une source de rendement ajusté au risque intéressante, du fait de spreads attractifs et de structures robustes.

Figure 11 : Impact d'un basculement de 5% vers des CLO AAA sur le spread moyen pondéré et l'efficience du capital

	Allocation		Spreads (30/11/2025)		Spread SCR		Efficience du capital
	Portefeuille IG initial	Portefeuille suggéré	Spread (pb)	Duration spread (years)	SCR par année	Total SCR	Spread / SCR
Corp AA	28%	27%	41	4,8	1,1 %	5,3 %	7,8 %
Corp A	26%	25%	61	4,7	1,4 %	6,5 %	9,4 %
Corp BBB	26%	25%	79	4,3	2,5 %	10,8 %	7,3 %
Covered Bonds AAA	20%	19%	24	4,0	0,7 %	2,8 %	8,6 %
CLO AAA	0%	5%	130	5,0	12,5 %	62,5 %	2,1 %

	Spread	Duration	SCR	Spread / SCR
Portefeuille IG initial	52,7	4,46	6,53 %	8,25 %
Portefeuille suggéré	56,6	4,49	9,32 %	7,94 %
Δ	+3,9	0,03	2,80 pp	-0,31 pp

Source : Amundi, Bloomberg à la fin novembre 2025, réglementation actuelle et proposée de Solvency 2, calculs Amundi. Les analyses sont uniquement descriptives et ne constituent pas un conseil en investissement. La performance réelle du portefeuille et les besoins en capital peuvent varier.

3) Scénario 3 : optimisation de l'allocation du portefeuille dans le cadre du recalibrage proposé du SCR (Solvabilité II)

Contexte

Comme expliqué dans la première partie de cet article, les titrisations offrent des caractéristiques d'investissement attractives : spreads élevés, taux de défaut faibles, faible sensibilité aux taux d'intérêt et gains de diversification importants lorsqu'elles sont combinées à d'autres classes d'actifs.

La réforme prévue devrait réduire sensiblement le spread SCR des tranches STS seniors et introduire un traitement plus sensible au risque pour les actifs non-ST, élargissant ainsi l'univers investissable.

Ce scénario hypothétique illustre **comment un assureur pourrait optimiser son portefeuille de crédit dans ce nouveau cadre**, en équilibrant efficience en capital et rendement ajusté au risque.

Stratégie appliquée

- Objectif :** maximiser le rendement excédentaire par unité de SCR (Spread/SCR), tout en maîtrisant la volatilité et en préservant le profil global de spread du portefeuille.
- Approche :** construction de la frontière efficiente sur la base des rendements excédentaires et de la volatilité historique.
- Univers des portefeuilles :**

Nous suggérons une allocation de titrisations composée de **69 % d'actifs STS ABS** et **31 % d'actifs non-ST** (limitée aux tranches AAA CLO 2.0¹¹) afin de maintenir un **SCR de spread à 6,50 %**, en cohérence avec le SCR à **6,53 % du portefeuille IG de référence**.

11. Parmi les titrisations non-ST, les tranches AAA CLO ont été sélectionnées comme la seule exposition non-ST en raison de leur forte performance historique en Europe (aucun défaut de paiement 15 ans), des garanties très diversifiées et le rendement ajusté au risque le plus attractif. D'autres options non STS (ABS et CMBS non-ST) étaient moins adaptées en raison d'une SCR plus élevée, liquidité limitée et risque de défaut concentré.

Figure 12 : Composition du portefeuille d'actifs titrisés

	Allocation actifs titrisés	Duration spread (années)	Nouveau SCR par année	Total Nouveau SCR
STS ABS	69 %	3,50	0,96 %	3,3 %
CLO AAA	31 %	5,00	2,70 %	13,5 %
Total SCR				6,50 %

Source : S&P Default, Transition, and Recovery: 2024 Annual Global Leveraged Loan CLO Default and Rating Transition Study

Hypothèses

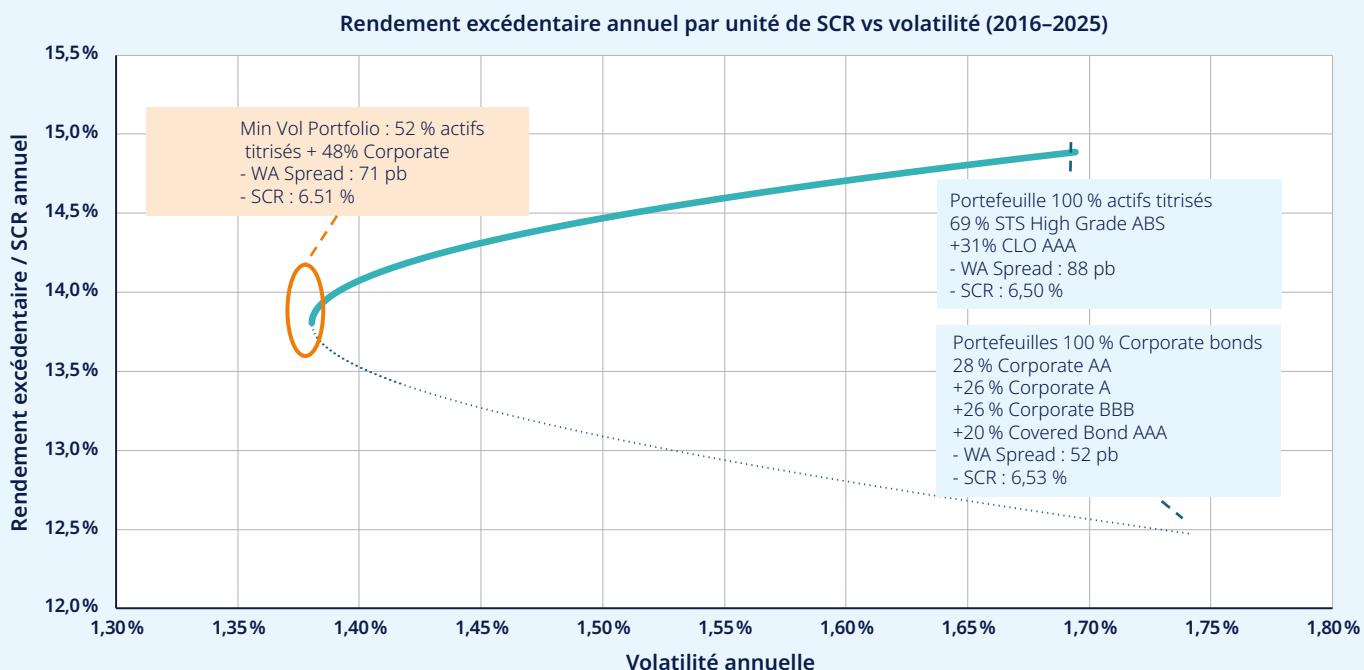
- **Rendements excédentaires** : indices Euro corporates, covered bonds, ABS et CLOs¹² – excès de rendement mesuré par rapport aux swaps sur la période allant de février 2016 à novembre 2025.
- **Volatilité** : calculée à partir des rendements excédentaires historiques (même fenêtre temporelle).
- **SCR de spread** : calculé selon la nouvelle formule standard proposée dans le paquet de réforme Solvabilité II.

Résultats clefs

Scénario de base (optimisation de la frontière efficiente) :

- La poche de titrisations délivre un rendement excédentaire par unité de SCR supérieur à celui d'un portefeuille de crédit exclusivement *Investment Grade (IG)*, avec un profil de volatilité comparable.
- L'optimisation de la frontière efficiente montre qu'un portefeuille équilibré (environ 50 % titrisations / 50 % crédit IG), améliore sensiblement le rendement excédentaire par unité de SCR : passage de 12,2 % (IG uniquement) à 13,5 % (mixte), tout en réduisant la volatilité (de 1,74 % à 1,41 %). Le fait qu'une proportion aussi élevée de titrisations apparaisse souvent dans des optimisations sans contrainte illustre l'intérêt d'intégrer ces instruments dans une allocation mixte.

Figure 13 : Frontière efficiente



Source : Calculs de l'EIOPA, Bloomberg, JP Morgan et Amundi. Novembre 2025.

12. ICE BofA Euro Corporate, Bloomberg Euro ABS, JP Morgan CLO spreads.

Scénario de compression des spreads de titrisations à 20%

- L'allocation optimale 50:50 reste inchangée ;
- Le risque de portefeuille reste stable ;
- Le rendement excédentaire/SCR reste supérieur à celui d'un portefeuille purement *Investment Grade*.

Utilisation limitée de la titrisation – analyse de scénarios

Des scénarios de portefeuille plus réalistes supposent une utilisation limitée des titrisations afin de préserver la diversification du crédit.

Les exemples ci-dessous illustrent les bénéfices d'une augmentation mesurée de l'exposition à la titrisation.

Figure 14 : Indicateurs de portefeuille selon le taux d'allocation en titrisation

Part de titrisation dans le portefeuille	Spread (%)	δ	Rendement excédentaire annuel par unité de SCR	δ	Volatilité	δ
0 %	0.527 %		12.47 %		1.74 %	
3 %	0.538 %	+0.011 pp	12.55 %	+0.081 pp	1.70 %	-0.037 pp
6 %	0.549 %	+0.022 pp	12.64 %	+0.162 pp	1.67 %	-0.072 pp

Source : Amundi, Bloomberg à la fin novembre 2025, réglementation actuelle et proposée de Solvabilité 2, calculs Amundi. Les analyses sont uniquement descriptives et ne constituent pas un conseil en investissement. La performance réelle du portefeuille et les besoins en capital peuvent varier.

Les analyses et résultats présentés sont fournis à titre illustratif uniquement et ne constituent ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'achat ou de vente d'un quelconque titre. Ils reposent sur des hypothèses, des données historiques et sur le paquet de réforme Solvabilité II proposé le 29 octobre 2025, susceptible d'être modifié. La performance effective du portefeuille ainsi que les exigences en capital réglementaire peuvent différer. Les investisseurs doivent faire preuve de diligence raisonnable et tenir compte de leur situation individuelle. Les performances passées ne préjugent en rien des résultats futurs.

4) Résumé stratégique

- **Avant la réforme de 2027 :** les ABS STS peuvent améliorer l'efficacité du capital et la diversification des portefeuilles, tandis que l'utilisation des CLO reste limitée en raison d'exigences SCR élevées dans le cadre actuel de Solvabilité II ;
- **Après la réforme de 2027 :** des SCR plus faibles et un traitement plus sensible au risque des actifs non-STS devraient élargir les opportunités d'investissement efficaces en capital ;
- **En pratique :** l'application d'un cadre d'allocation discipliné et optimisé à la titrisation pourrait améliorer la performance ajustée au risque et la diversification, renforçant ainsi la pertinence de ces instruments au sein des portefeuilles de crédit des assureurs ;
- **Perspectives :** à mesure que le marché européen de la titrisation évolue avec les réformes, les assureurs devront réévaluer comment le crédit structuré peut compléter de façon efficace et diversifiée leurs stratégies de crédit traditionnelles.

POUR EN SAVOIR PLUS

Pour découvrir l'ensemble de nos contenus dédiés aux assureurs, rendez-vous sur notre site :

<https://research-center.amundi.com/topics/insurance>

Informations importantes

Investir comporte un risque de perte en capital. Informations promotionnelles non contractuelles ne constituant pas un conseil en investissement, une recommandation ou une sollicitation d'achat ou de vente. Pour plus d'informations, visitez www.amundi.com.

Les performances passées ne préjugent en rien des résultats futurs. La précision, l'exhaustivité et la pertinence des informations, prévisions et analyses fournies ne sont pas garanties. Ces éléments sont fondés sur des sources jugées fiables et peuvent être modifiés sans préavis. Les informations et prévisions sont inévitablement partielles, fournies sur la base de données de marché observées à un moment donné et susceptibles d'évoluer. Sauf indication contraire, toutes les informations contenues dans ce document sont considérées exactes à la date de novembre 2025.

Ces informations ne sont pas destinées à être utilisées par des résidents ou des citoyens des États-Unis d'Amérique et des « U.S. Persons » tels que définis par le règlement S de la Securities and Exchange Commission en vertu du U.S. Securities Act de 1933. La définition de « U.S. Person » est fournie dans l'avis juridique figurant sur www.amundi.com.

Première utilisation : Décembre 2025.

ID du document : 5123722

Le contenu de ce document est approuvé par Amundi Asset Management, société française de gestion de portefeuille agréée par l'Autorité des marchés financiers (AMF) sous le numéro GP 04000036, dont le siège social est situé au 91-93 boulevard Pasteur, 75015 Paris, et immatriculée au registre du commerce et des sociétés (RCS) de Paris sous le numéro 437 574 452.

Conception : Atelier Art6 - Crédit photo : © iStock