

ado 

→ Rencontre de l'ADOM – Juin 2016

Forum sur la gestion des actifs 2016



Bruno Huss, PRÉSIDENT DE L'ADOM



Tout le monde ne le sait pas, mais je viens du secteur financier, donc la gestion d'actifs reste quelque chose que j'ai pratiqué et que je pratique toujours avec beaucoup de plaisir, même si, avec la direction générale, je m'en suis un peu éloigné. J'ai tendance à penser qu'avec les contraintes qui pèsent aujourd'hui sur nous par rapport à la régulation, au déploiement de la solvabilité, on ramène les gestions d'actifs/passifs beaucoup plus au centre de nos préoccupations, alors qu'historiquement la plupart de nos mutuelles santé équilibraient leurs comptes avec les revenus financiers. Quand on a commencé à se développer de façon plus offensive sur le collectif, on a souvent compensé la différence de marge avec les produits financiers, on disait « Equilibrons avec ça. » Tant que les taux sont intéressants et que l'on a encore des produits avec des tombés de taux qui nous permettent d'être dans des niveaux assez intéressants, cela fonctionne un peu. Aujourd'hui, tout le monde sait qu'avec l'évolution des marchés, on se retrouve dans des situations où, en plus de l'écrasement des marges obtenues sur le collectif que l'on va potentiellement avoir, on a une contrainte d'écrasement des revenus sur les produits financiers. Globalement, on avait toujours en mutualité une gestion très prudente de nos actifs. Aujourd'hui, « prudence » devient complètement l'inverse de « rendement », il faut donc que l'on fasse les bons arbitrages. On va certainement faire évoluer nos gestions d'actifs de façon à continuer à ce que l'on contribue à nos modèles économiques. Et là, je ne parle que des mutuelles santé, parce que pour ceux qui ont le plaisir de gérer de la prévoyance ou de la retraite, le sujet est démultiplié. Et on voit bien que cela devient parfois un vrai casse-tête pour arriver à maintenir les rentes dans la durée en fonction d'auto-techniques qui ne sont plus du tout au rendez-vous. On a vraiment un sujet qui devient encore plus central que ce qu'il avait pu être pour nos gestions. Si l'on regarde en plus le côté régulation, l'impact que peut avoir aujourd'hui la gestion d'actifs sur nos besoins en fonds propres de solvabilité (*solvency capital requirement*) et sur les chocs potentiels en fonction des choix que l'on fait, on voit que ce n'est plus seulement le rendement, ce n'est plus seulement la durée, c'est aussi la qualité de l'actif et la notation qui doivent vous permettre de ne pas trop être pénalisé, sur un sujet qui nécessite également que l'on gère en parallèle la mise en conformité, le passage à Solvabilité II. [...] Par ailleurs, je dis toujours que l'important, pour une journée ADOM, c'est d'en sortir plus intelligent ou plus riche, ou avec davantage de connaissances qu'à son arrivée. J'espère que cette journée nous permettra d'y parvenir. ♦

Jean Nicolini,
**REPRÉSENTANT DE L'AUTORITÉ DE CONTRÔLE
 PRUDENTIEL ET DE RÉOLUTION (ACPR), SERVICE
 DES AFFAIRES INTERNATIONALES D'ASSURANCE**

Régulation & *reporting* des actifs, état des lieux, intervention d'une autorité de contrôle



Je voulais vous faire un premier retour sur les deux derniers exercices de collecte de *quantitative reporting templates* (QRT). Vous savez, tous ces états réglementaires, Solvabilité II, que vous devez remettre dorénavant à l'ACPR, dont les deux dernières collectes, avec celle de 2016, appelée aussi le *reporting* d'ouverture. Il s'agit là d'un exercice très particulier, puisque c'est la première fois que vous remettez officiellement des états QRT à votre superviseur. Juste un petit chiffre sur le dernier exercice de collecte du 20 mai 2016, pour dire que l'on a quand même un très bon taux de remise, puisqu'au jour J, le 20 mai, 92 % des organismes avaient réussi à remettre leur état Solvabilité II.

[...] Sur le *reporting* d'ouverture, vous savez sans doute que c'est un exercice particulier parce qu'il ne concerne pas tous les QRT que vous aurez dans le régime de croisière Solvabilité II. A partir de l'an prochain, on entre vraiment dans le régime de croisière sur la production de *reporting*, il y aura par conséquent beaucoup plus d'états, beaucoup plus de *templates*, beaucoup plus de QRT. Cette année, c'était un exercice *light*, semblable à celui de 2015, qui était un exercice préparatoire, car Solvabilité II n'était pas encore entrée en application. On voulait quand même – et c'est une initiative européenne – préparer les marchés et les superviseurs à gérer les *reportings*, un exercice complexe. Il y avait ainsi un exercice préparatoire, qui était lui aussi *light* : tout ne couvrait pas l'exhaustivité des QRT que vous aurez à remettre l'an prochain. Pour le QRT qui nous intéresse, en particulier sur les actifs, c'est évidemment

»»»

” la « ligne à ligne » des actifs, anciennement l’Assets D1, et maintenant le S.06.01, de son nom officiel. Il s’agit vraiment du nouvel état détaillé des placements Solvabilité II, c’est le « ligne à ligne » de tous les actifs que l’organisme d’assurance détient. Cet état était demandé l’an dernier lors de la collecte préparatoire de 2015. Il n’a pas été demandé dans le *reporting* d’ouverture – c’était une volonté de la Commission européenne. En tout cas, cette année, nous n’avons pas dans ce que vous nous avez rendu cet état « ligne à ligne », pourtant très intéressant. [...] Quant à l’état MCR, quelle que soit votre taille, si vous êtes soumis à Solvabilité II, vous devez le remettre tous les trimestres. Sauf si vous êtes en dessous d’un certain seuil (les fameux 500 millions de bilans), notamment pour les organismes qui ne font que la santé, vous n’avez pas à tout remettre. Si vous êtes au-dessus de ces seuils, vous aurez en revanche à remettre ces états trimestriels, et ils comporteront d’autres *reportings* « ligne à ligne » des actifs. [...]

Je voulais prendre un peu de recul sur ce *reporting* des actifs, notamment ces « ligne à ligne », dont le but principal est évidemment de mettre en place des aspects de supervision et de contrôle. On appelle cela la microsupervision, ou supervision microprudentielle. Elle consiste à préciser quelles sont les stratégies de tel organisme ou comment cet organisme gère tel actif. Il ne faut pas oublier que toutes ces informations vont également servir à d’autres aspects qui sont plus « macro ». En effet, on collecte les « ligne à ligne » de tous les organismes au niveau français. Cela nous permet d’avoir une vision macroprudentielle du comportement des organismes d’assurance en France. On a une mission, et notamment l’ACPR, qui publie régulièrement des études sur son site. C’est ce que l’on appelle les analyses et synthèses. Il y en a à peu près deux par an, c’est le service des études de l’ACPR, les statistiques de l’ACPR qui collectent toutes vos données et se posent une question au niveau macrosupervision : « Quels seraient les impacts sur les stabilités ? », « Comment va le financement de l’économie ? », « Comment se comportent les organismes d’assurance en général sur leurs actifs ? » ou encore « Est-ce qu’il y a une notation significative des actifs sans risques ? ». En tout cas, vous pouvez avoir une vision non plus au niveau d’un organisme particulier, mais au niveau d’un marché sur le comportement des organismes d’assurance. L’information que vous envoyez va également participer aux analyses de stabilité financière de la Banque centrale européenne (BCE), au niveau européen puis français. Il y a donc un réel intérêt, pas seulement à votre niveau, mais au niveau européen, à bien remplir cet état. Et c’est pour cela que la qualité des informations que l’on peut avoir dans cet état est très importante. [...]

Après, je sais que tout changement, même mineur, nécessite tout de même une modification un peu plus complexe dans le système informatique et la mise à jour de la taxonomie, notamment pour élaborer ce nouveau champ. Même si vous n’avez pas d’infrastructure, vous serez tout de même touchés

”

» par la modification de cet état. Je m'éloigne un peu du *reporting*, c'est vrai, mais je sais que c'est plutôt à ce type d'actif que vous serez plus sensibles aujourd'hui. Au sujet de l'infrastructure, vous avez peut-être vu, fin avril, la publication par EIOPA de la *Consultation Paper* sur le calibrage des entreprises d'infrastructure. L'an dernier, on avait traité les projets d'infrastructure, cette fois ce sont les entreprises d'infrastructure. Une entreprise d'infrastructure, c'est quoi? C'est une boîte qui a pour activité principale de gérer l'infrastructure. Il y a eu une proposition d'EIOPA, soumise à la consultation publique, qui est maintenant terminée. On se dirige vers la rédaction de l'avis final d'EIOPA, qui sera envoyé à la Commission européenne et publié sur son site. On verra ce que la Commission fera, si elle décide de suivre EIOPA, d'aller plus loin ou de ne rien faire. On ne peut pas savoir. Mais, potentiellement, il y aura une modification des cahiers d'ouvrage sur ces investissements dans les entreprises d'infrastructure. Toujours dans le cadre du plan de ce que EIOPA a proposé dans sa *Consultation Paper*, je peux vous le dire, c'est public, c'est une réduction du choc action à 36 % sur tout ce qui est investissement dans les entreprises d'infrastructure.

Il y a un sujet dont je voulais vous parler en particulier, c'est le lien entre le *reporting* et les *ratings*, ou notations, des agences de notation. Je sais que c'est un sujet qui soulève pas mal d'inquiétudes sur le marché, en particulier dans la mutualité. Les agences de notation ne sont pas contrôlées par l'ACPR ou par EIOPA. Mais on ne peut pas pour autant fermer les yeux sur cette évolution, donc on regarde cela d'assez près. Je rappelle qu'une initiative a déjà été lancée par EIOPA, et notamment sous pression de la France, il y a un an ou deux. C'était justement sur le *reporting* des actifs, ce fameux *reporting* où il y a une colonne CQS (*credit quality step*), qui correspond au niveau de qualité du crédit qui est le langage Solvabilité II, pour ensuite faire des chocs de concentration et autres. Et aussi des colonnes avec la notation de l'agence et son nom.

C'est la première avancée qu'a faite EIOPA, lorsque vous êtes en dessous du seuil de *reporting*. C'est comme ça qu'on a transposé en France. Lorsque vous êtes en dessous des seuils du *reporting* trimestriel ou en déviation de gestion, vous n'avez pas à remplir les colonnes *rating*. Vous avez à remplir le CQS, mais pas la colonne *rating*, et c'est une chance. C'est une première avancée, parce que le sujet, à l'époque, c'était que les agences de notation, propriétaires de leur notation, demandaient un surcoût s'il y avait communication de leur *rating* dans l'organisme d'assurance à un tiers. Or nous sommes un tiers. Et vous deviez payer un surcoût pour communiquer l'information double A et le nom de l'agence. Là-dessus, on a pu modifier les textes pour dire qu'on n'avait pas à nous donner le double A. Nous comprenons qu'actuellement, sur le marché, certaines évolutions, et notamment des licences des agences de notation, vont faire que vous avez maintenant un coût sur l'utilisation même du *rating*,

»

- » s'il y a transformation. Typiquement, si vous le mettez dans votre système de *regular SCR*, il y a transformation et manipulation de l'information. Et ensuite, il y aurait un coût sur le transfert d'information de tous produits et informations qui seraient dérivés de ces *Ratings*, typiquement le CQS. Nous, on ne peut pas ne pas vous demander le CQS. C'est quand même central pour le calcul du *solvency capital requirement (SCR)*. Pour l'instant, sur demande de l'ACPR principalement, on n'est plus dans une phase pour faire l'état des lieux de cette modification. Au niveau de l'EIOPA et de l'ACPR, on a fait un questionnaire pour essayer de récolter le plus d'informations possible sur ce nouveau sujet, pour voir quel en serait l'impact et ce qui peut être fait derrière. Après, on a des pouvoirs limités. [...] ♦



Table ronde

IMPACTS MAJEURS DE LA SUPERVISION DANS LE REPORTING

Comment les gestionnaires d'actifs aident les acteurs du marché en France et en Europe?

Interventions :

Géraldine Brasseur, directrice des investissements de la MGEN ; Stéphane Dorlencourt, OFI AM ; Ghislain Perissé, AXA IM ; Christophe Ollivier, membre de l'AMICE ; Jean Nicolini, représentant de l'ACPR ; Bruno Huss, président de l'ADOM.

ADOM, modérateur Louisa Renoux :
« Nous avons voulu avoir une table mixte, avec des gestionnaires d'actifs, pour nous expliquer comment ils interviennent auprès des acteurs de marché sur ces problématiques, mais aussi un acteur de marché, pour nous parler des impacts très concrets de la politique d'investissement de Solvabilité II. Quels sont donc les impacts majeurs qu'a eus cette directive dans l'environnement direct des intervenants, que ce soit en termes d'enjeux globaux, de charge de travail ou de volume à gérer ? »



→ **Géraldine Brasseur**

Il y a trois choses principales, lorsqu'on aborde Solvabilité II, avec des exercices qui sont trimestriels. Il y a la récurrence de la donnée, il faut être en capacité de produire des choses tous les trois mois. C'est le démarrage,

mais on a l'impression d'être tout le temps « en arrêt » par le fait de devoir livrer sans cesse des informations, avec une volumétrie dont on n'avait pas du tout l'habitude.

Nous, dans nos portefeuilles, quand on « transparise » nos données, on rapporte sur 15 000 lignes x 130 colonnes. C'est à peu près 2 millions de données qu'il faut vérifier et qu'il faut réussir à livrer au superviseur pour alimenter les états. Au niveau volumétrique, on n'allait pas aussi loin dans les niveaux de « transposition ». Ensuite, il y a tous les impacts sur les délais. On est encore dans une période transitoire, où l'on dispose d'un peu plus de marge de manœuvre, mais on sent bien qu'en termes de délais, les choses vont s'accélérer. On va devoir travailler de plus en plus vite, tout en maintenant une qualité. [...]

Face à tous ces *reportings*, il ne faut pas spécialement être « gros », je pense surtout qu'il faut être bien entouré. Nous, nous avons un partenaire principal. On est une société de gestion, donc c'est vrai que c'est lui qui a la charge principale de la « transposition ». Et c'est ce qui permet d'avoir un modèle en architecture ouverte et d'aller sur différentes classes d'actifs et de pouvoir bien diversifier les portefeuilles. Je pense que si l'on n'a pas un partenaire exclusif et que l'on n'est pas « gros », il faut bien limiter le nombre de partenaires, car on ne peut pas consolider tout seul la masse d'informations qui est demandée. Donc, soit on a un partenaire unique qui consolide l'ensemble et qui donne un service vraiment supplémentaire, soit on limite les partenaires pour réussir à consolider en interne le nombre de données.



»» ADOM, modérateur Louisa Renoux :
« Puisque l'on parle de partenaire, je m'adresse à OFI, à Stéphane Dorlencourt. Aujourd'hui, chez OFI, comment assistez-vous les organismes ? Quel est, selon vous, votre rôle dans le cadre de cette directive pour en limiter l'impact et faire en sorte que l'ensemble des organismes se porte au mieux ? »



→ Stéphane Dorlencourt

Cette réglementation n'est pas la nôtre, et on en a déjà un nombre considérable, qui se renouvellent sans cesse. Donc notre premier rôle, c'est d'être capable de bien interpréter les enjeux de cette réglementation afin d'identifier le niveau de

service qu'on doit pouvoir apporter à des clients de natures différentes. Il y a une formule standard, mais aussi des variantes. La difficulté quand on est *asset manager* travaillant pour le compte d'OFI, ce qui implique plus de 120 clients concernés par Solvabilité II, est d'arriver à trouver le bon niveau d'adéquation. On parle de *reporting*, mais on va finalement parler des trois piliers. La façon dont nous avons organisé les choses, c'est d'identifier une espèce de dispositif, qui progresse régulièrement, des meilleures pratiques en matière de *reporting*, de calcul de diffusion d'information, etc. Et puis, petit à petit, autour de ce dispositif, nous avons identifié des axes de services sur lesquels on pouvait apporter une réponse appropriée sur des problématiques qui ne seront jamais strictement les mêmes. Et là, on va partir sur des choses extrêmement sur mesure, car au-delà du *reporting*, il y aura les calculs spécifiques, en lien avec la Banque centrale européenne (BCE). On parle beaucoup du SCR, mais après, il y a quand même le pilotage de ce SCR qui se décale de la formule standard et sur lequel c'est à l'assureur de piloter toutes ses activités. Le premier niveau, c'est effectivement la donnée, être capable d'identifier une chaîne traçable, pour pouvoir apporter toutes les informations. Et ensuite passer véritablement à de l'accompagnement. Un accompagnement avec des profils, des outils

et des investissements pour s'adresser à des interlocuteurs qui ne sont plus seulement des directeurs financiers, mais qui sont les responsables des données, de la gestion des risques ou du projet Solvabilité II. En fait, il y a beaucoup de profils, et après il s'agit de bien comprendre les enjeux à l'actif et d'apporter la réponse appropriée. C'est ce qu'on essaye de faire.

ADOM, modérateur Louisa Renoux :
« Ghislain, pouvez-vous nous éclairer effectivement sur le rôle de l'asset manager (AM), mais également sur la dimension que vous avez mentionnée au départ, car vous êtes aussi membre d'une association d'asset managers ? Vous travaillez beaucoup au niveau européen. Qu'est-ce que les asset managers ont pu apporter au marché et aux organismes de manière beaucoup plus globale ? Et que va devenir l'ensemble de ces apports et de ces travaux maintenant que Solvabilité II est entrée en vigueur ? »

→ Ghislain Périssé



C'est vrai qu'en tant qu'AM on essaye d'apporter sur les trois piliers, comme vient de le dire Stéphane : le calcul du capital de charge, sur n'importe quelle classe d'actif, la certification des données dont on peut avoir besoin dans l'ORSA et aussi dans le *reporting*. On s'est retrouvé au niveau européen, on s'est dit qu'il fallait essayer de standardiser les

échanges de données entre les AM et les assureurs. Si on ne le fait pas, l'Europe peut nous imposer un format. Vous allez me dire, ce n'est qu'un format, mais si vingt-sept pays se tournent contre nous, tout à coup on se retrouve avec le contraire de ce que l'on souhaitait. [...] On a essayé, au niveau européen, de faire un standard, appelé le *Tripartite Template*. Le *Tripartite*, au départ, ce sont le Royaume-Uni, l'Allemagne et la France.

» On a voulu éviter le mot *Eurofighter* voulu par les Allemands pour le *reporting*. Mais maintenant il y a tous les pays européens, et il y a une personne d'EIOPA qui vient régulièrement. On a beaucoup d'échanges avec eux, car on s'est rendu compte que ce régulateur européen, qui essaye de faire travailler des pays différents, ne connaissait pas forcément les *asset managers* et que la gestion d'actifs n'était pas son fort. Je donne quelques exemples assez révélateurs. En février de l'année dernière, on a fait une réunion d'EIOPA. Ils ne se rendaient pas compte qu'avec un *leasing*, on n'avait pas la notation de l'*asset*. Il fallait le *leasing*, une *currency*, une *market place*... Du coup, ils ont diminué la quantité d'*asset QRT* quand ils ont réalisé qu'il fallait plus d'informations. Quand on a commencé à regarder tout ce qu'il y avait sur les dérivés, on a constaté que toute cette partie a été faite par des personnes d'EIOPA qui avaient changé de maison, étaient parties à la retraite ou dans le privé. Du coup, il y a deux ans, il y avait des nouveaux, et ceux qui avaient écrit les premiers textes n'étaient plus là. Il y a donc un vrai travail là-dessus et, ce qui est assez étonnant pour avoir travaillé avec un *AM* anglais et un *AM* allemand, on se retrouvait avec des représentants de chaque régulateur, tous des actuaires et moi ne l'étant pas du tout. Et les gens ne se comprenaient pas. Nous, on dit un « fonds » dans la gestion d'actifs et eux disent « *collective investment* », par exemple... Il y avait un problème de vocabulaire, et aussi toutes ces notions qui tournaient autour de la compréhension, de la liquidité... [...]

ADOM, modérateur Louisa Renoux :
« *Mais quand on parle de 130 colonnes, comme évoqué plus tôt, on parle d'un maximum ou d'un minimum ?* »

→ Ghislain Périssé

C'est le début, car avec les changements, les améliorations, on disait par exemple qu'il fallait ajouter une colonne « infrastructure » ou une colonne pour le « *turn over* »... [...] Avec ces 130 colonnes, on va arriver à faire des calculs de CR, à faire les *reportings*. Mais il y a une bonne nouvelle,

les banques ne se sont jamais entendues sur un format de représentation des actifs. Donc c'est nous, assureurs, mutuelles et gestionnaires actifs, qui nous sommes entendus sur un format. L'EIOPA a transmis ce format à la BCE, qui est peut-être intéressée pour l'utiliser. Et il y aura d'autres colonnes!

→ Stéphane Dorlencourt

Initialement, il y avait 70 colonnes, là on a quasiment doublé. On en est à la V3, mais je crois qu'il y a une V4 qui arrive à la fin de l'année. On constate aussi, puisqu'on est exposé au travers de plus de 100 sociétés de gestion, sur des gestions externes, qu'il y a un taux de progression du marché. Donc les assureurs l'ont adopté en grande majorité, et les *asset managers* en Europe, même si certains sont réticents, l'ont petit à petit adopté. Il y a eu un gros travail, ils sont capables de remplir 20 % des champs. Il faut ensuite compléter et homogénéiser. C'est quand même un processus très lourd.

ADOM, modérateur Louisa Renoux :
« *Concernant les qualités des données, c'est un sujet important, car on a parlé de volumes, de lignes, de colonnes. On sait que c'est une attente forte du superviseur. Qu'est-ce que vous pouvez nous dire en tant qu'*asset manager*, et potentiellement déléataire sous-traitant ?* »

→ Stéphane Dorlencourt

Il y a une exigence qui est la vôtre en termes de qualité, elle arrive naturellement chez nous dans le jeu de la délégation et de l'article 49, cela nous impose donc d'avoir un dispositif pour répondre à celui qu'on attend de vous, un système de gouvernance de données, d'une part, et une politique de gestion de la qualité des données, d'autre part. On s'y conforme, en mettant en place dans l'automatisation des outils

» un certain nombre de contrôles qui sont des contrôles de cohérence, etc., pour pouvoir satisfaire toutes ces attentes. Et, en termes de qualité des données, on a mis en place un dispositif qui s'appuie sur un *data quality manager*, un poste nouvellement créé, chargé d'animer une politique de gestion de la qualité des données, en mettant en place différents niveaux, de seuils, de contrôle, d'exigence, de présence. Cela permet au final d'apporter quelque chose d'assez robuste. [...]

ADOM, modérateur Louisa Renoux :
« Quel est aujourd'hui le coût des délais ? Il y a des délais en production et il y a des équipes avec des fréquences données qui doivent produire de l'information, mais il y a aussi des délais de plus en plus courts et de plus en plus tendus. Cela peut créer une forme de compétition entre AM pour donner l'information. »

→ Stéphane Dorlencourt

Effectivement, on a commencé à le voir avec les investisseurs qui indiquaient que, s'ils ne recevaient pas leur inventaire dans les délais, ils couperaient les positions. Certains l'ont fait, mais peu. Après, on fait le maximum pour arriver à produire des inventaires enrichis à J+5, J+6. Mais quelquefois, lorsqu'on est tributaire d'un tiers ou d'un fonds externe, on est obligé de se contenter du précédent. Cela dit, le régulateur de l'an dernier a assoupli un peu en disant qu'on pouvait utiliser une matière récente pour satisfaire les exigences de délais. C'est un enjeu essentiel, car si vous avez quatre ou cinq partenaires et que vous êtes tributaire du dernier d'entre eux, parce qu'il vous envoie ses inventaires dix jours plus tard, il finira forcément par être sanctionné.

→ Ghislain Périssé

Sur les délais, au niveau européen, on ne veut pas donner en dessous de dix jours ouvrés, même si on le peut sur des fonds. On essaye de maintenir cette position pour garantir un certain degré de qualité pour les gestions d'actifs. On s'est rendu compte que, lorsqu'on descend plus bas, on se retrouve avec 5 % du portefeuille comportant des données de moins en moins précises. Par exemple, sur tout ce qui est prêts aux entreprises, il fallait attendre dix à quinze jours, et maintenant trois ou quatre jours. Il y a vraiment un problème. Ceux qui mettent la pression sont des *custodians*, ils veulent donner une sorte de pseudo-service supplémentaire aux mutuelles d'assurance, en disant qu'ils vont faire un *reporting* mensuel en six jours, alors qu'il n'y en a pas vraiment besoin. Finalement, on se rend compte que très peu d'assureurs et de mutuelles vont utiliser ça. C'est donc des intermédiaires qui essaient d'agréger les données et mettent la pression, mais n'ont pas la main pour dire : « Vous allez sortir. »

→ Géraldine Brasseur

Quand on récupère toutes les données de nos *asset managers*, on doit reconsolider avec ce qui n'est pas chez eux, ou encore on doit refaire nos calculs... Quand on voit les délais de cible, on se dit que nous allons lutter. C'est difficile pour vous en entrée, mais aussi pour nous, car derrière il y a un tel travail avec la donnée d'actifs qui sort du gestionnaire. On a beaucoup de choses à refaire et je pense qu'il y aura de plus en plus de resserrement des délais à tous les niveaux, pour respecter un *retroplanning* et tenir les exigences réglementaires telles qu'elles sont dans les cinq ans à venir.

»

»» ADOM, modérateur Louisa Renoux :
 « *Géraldine, quelles seraient vos attentes principales par rapport au superviseur pour limiter les impacts ? Votre politique d'investissement a changé, vous avez une pression très forte sur les délais, sur la qualité. Qu'est-ce que vous attendez aujourd'hui et demain sur la supervision en France et en Europe ?* »

→ **Géraldine Brasseur**

Un peu plus de stabilité, même si ce sont des petits changements (*rires*). Les changements nous intéressent dans le cadre des infrastructures, ça va dans le bon sens pour la consommation du capital, c'est vraiment bien pour nous. Mais en mode projet, il y a des états qui se rajoutent tous les trimestres. Avoir à retoucher tous les états qui marchaient, pour le moment, c'est compliqué. On aimerait vraiment arriver à quelque chose de stabilisé.

→ **Jean Nicolini**

J'entends très bien ce point. Je sais qu'une petite modification n'est pas si facile que ça sur un état. Il faut voir la stabilité des changements. Le superviseur est là pour voir si les choses sont bien faites, la modification des infrastructures qui est passée et celle qui va peut-être passer, initiée par la Commission européenne. Nous, superviseurs, n'avons aucun contrôle sur elle. Elle fait ces modifications, car l'industrie lui demande aussi beaucoup. [...] Ce n'est pas la supervision qui doit être stable, c'est la régulation. Les superviseurs, c'est nous, mais il y a un régulateur qui fait les lois, et c'est la Commission.

→ **Stéphane Dorlencourt**

Notre métier, c'est l'*asset management*. Les problématiques de dépendance à des tiers sont assez insupportables, car au-delà du coût, il faut les gérer, ce sont des négociations qui ne s'arrêtent jamais. Mais qui vont peut-être s'arrêter, je pense. Concernant la problématique de la stabilité, il y a un changement mineur sur le SCR, et j'ai entendu dire que pour 2018, il pourrait être majeur (*rires*). Donc on est dans une logique d'adaptation, de mails permanents, d'interprétation constante. C'est compliqué pour chaque assureur, et ça l'est tout autant pour les AM qui sont concernés. On espère que ça se stabilise.

→ **Bruno Huss**

J'ai une réflexion de fond qui va dans le sens de ce tout ce qui a été dit. Aujourd'hui, les services financiers ou les équipes dans les mutuelles travaillent essentiellement sur la mise en conformité de tout ce qui a été évoqué. Ce sont des moyens humains, c'est du temps. Et pour le voir parfois avec mon directeur financier, quand je demande un avis sur l'allocation d'actif, sa priorité est plus d'être à jour dans les états qui doivent être remis à l'ACPR que d'être actif au niveau où je le souhaiterais. Toute cette régulation a un coût et quand je rajoute la Banque centrale européenne (BCE), j'en rajoute un autre. [...] On arrive à concevoir l'intérêt de la régulation et de la supervision sur la gestion d'actifs, il n'y a pas de discussions là-dessus. Mais quand on est dans une gestion d'actifs avec des taux de rendement qui sont intéressants, j'ai un coût de la régularisation dans une économie de système qui fonctionne. Le problème de fond que l'on a aujourd'hui – je caricature à l'extrême –, c'est que j'ai l'impression qu'on va se retrouver avec une gestion d'actifs qui nous coûte de l'argent. Le coût global va finir par être supérieur au rendement! Et, intellectuellement, on se retrouve dans une impasse. Est-ce que le superviseur en a conscience? [...]

»»

»» → Christophe Ollivier



Maintenant, quand vous empruntez pour un appartement, les taux sont descendus très bas et le coût de friction de l'assurance emprunteur est devenu gigantesque. Cela représente entre 30 et 40 % de votre

emprunt. On est dans la même situation au niveau des investissements. Il y aura un moment où le coût de gestion de votre actif va devenir plus important que la rentabilité du portefeuille. On arrive à la caricature du modèle! [...] Si on empile les obligations, on finira par être en négatif au niveau du rendement net, avec toutes les conséquences que cela peut avoir. ♦



Table ronde

L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE : ÉTAT DES LIEUX

L'ISR : focus réglementaire, loi de transition énergétique, enjeux et tendances en Europe. Témoignages de mutuelles sur l'impact de la régulation sur leur organisation et leur politique d'investissement.

Interventions :

Vincent Auriac, président du cabinet de conseil Axilya ; *Bénédicte Bazi*, représentante d'OFI AM, société de gestion mutualiste ; *Raya Bentchikou*, représentante d'AIM, société de gestion ; *Luisa Florez*, représentante d'AIM, société de gestion ; *Emmanuel Parmentier*, représentant du cabinet de conseil en stratégie Indefi ; *Hervé Le Guen*, analyste crédit, représentant d'EGAMO, société de gestion de la MGEN.

ADOM, modérateur Jean-Philippe Diguet :
« Pas une journée ne se passe sans que nous n'entendions parler d'ISR, d'ESG, de développement durable, de RSE, avec également une croissance, une inflation de la réglementation référente. Nous ne pouvons pas organiser une journée dédiée à la gestion de l'actif sans parler d'ISR. Peut-être que l'ISR et l'ESG parlent à tout le monde, mais moi je me souviens d'un temps où tous ces sigles ne me parlaient pas. C'est pour ça que j'ai demandé à monsieur Auriac de nous dégrossir le sujet en nous présentant ce qu'est l'ISR, ce que sont les critères ESG, de nous parler un peu d'histoire, de nous parler des gros chiffres en France et à l'étranger et des principales tendances. »



→ **Vincent Auriac**

L'histoire, en matière d'ISR, c'est que ce mouvement, né aux Etats-Unis, est parti d'une pragmatique d'exclusion. On excluait ce que l'on appelle là-bas les « *sins stocks* » – les valeurs du péché : on évacuait tout ce qui était

tabac, alcool, aliénation du corps et de l'esprit. C'est intéressant, parce qu'il faut toujours se souvenir d'où l'on vient. [...] La gestion éthique est née, comme je vous l'ai dit, en 1983. On parlait alors de gestion éthique, aujourd'hui on parle d'ISR. L'évolution de la sémantique est importante ; On est plutôt parti avec une sémantique en direction des particuliers. »

» Avec la gestion éthique, aujourd'hui on parle d'ESG, on est face à des critères techniques, c'est devenu une affaire de techniciens. On a perdu d'ailleurs en retour les particuliers, puisque aujourd'hui 10 % de particuliers achètent des fonds ISR (chiffres de Novethic) et 90 % d'institutionnels. C'est peut-être un peu gênant d'avoir un mouvement d'investissement avec lequel on perd les particuliers en cours de route, parce que c'est quand même le grand public, LE public. En même temps, vous avez une division par deux du nombre d'actionnaires individuels en France en quinze ans... C'est quasiment des parcours comparables. [...]

Il y a une étude, sortie il y a dix jours, de Novethic, un observatoire de l'ISR en France. Je n'en retiens qu'un seul chiffre : 57 milliards d'euros, chiffre que Novethic a donné en parlant d'ISR « de conviction », c'est-à-dire une nouvelle appellation que l'observatoire a trouvée cette année. Donc, ils identifient apparemment l'ISR de conviction comme le plus soucieux d'aller dans l'impact, dans le déploiement. Simplement, pour donner la frontière, il y a 4 300 milliards d'actifs sous gestion en France. Vous voyez qu'on n'est qu'au début de l'histoire. [...]

Il y a un mot, je pense, qui résume toute cette matinée, c'est le goût du risque. Cette déclinaison du risque, on n'a pas fini, je dirais, de l'investiguer. On va parler des 130 colonnes, je pense que l'ISR va en rajouter un paquet, je suis désolé. A mon avis, on va passer très au-delà des 130 et on n'aura pas réglé le problème qui est au cœur de l'*impact investing* : à quoi sert tout cela ? Est-ce qu'on crée des emplois ? Est-ce qu'on règle des problèmes environnementaux ? Là, on est simplement dans le fait de rajouter des colonnes, mais est-ce que ces colonnes produisent de l'impact ? Ça, c'est encore autre chose !

ADOM, modérateur Jean-Philippe Diguët :
« Au début de cette journée, on a parlé d'inflation galopante en termes de reporting prudentiel. Hors le rapport RSE, on n'avait pas énormément, s'agissant des opérateurs mutualistes, de contraintes réglementaires sur l'ISR. On peut s'attendre à une inflation en la matière, en tout cas depuis la loi sur la gestion éthique avec l'article 173, qui impose un certain nombre de conditions. Laissons la parole à Emmanuel Parmentier, qui va nous préciser ces nouvelles obligations. »

→ Emmanuel Parmentier



Au sein d'Indefi, plutôt spécialisé sur les métiers de la gestion d'actifs pour des clients investisseurs institutionnels, comme le sont les mutuelles et les sociétés de gestion d'actifs, je m'occupe de cette expertise ESG (environnementale, sociale et de gouvernance). Alors je vais vous parler plus

particulièrement de la nouvelle réglementation. [...] En préparation de la COP21 à Paris, le gouvernement a essayé de montrer l'exemple et a fait voter une loi en 2015, dont l'article 173 vous concerne directement, puisque c'est une extension du Grenelle de l'environnement à deux niveaux, premièrement pour les investisseurs institutionnels, dont les mutuelles, et deuxièmement en ce qui concerne le type d'informations à publier. Il y a une précision qui est demandée sur les sujets climatiques, et c'était évidemment en prévision de la COP21. Les décrets d'application ont en effet été publiés l'hiver dernier, en plein pendant la COP21.

Pour entrer plus dans le détail, cela concerne qui ? Premièrement les institutionnels et deuxièmement les sociétés de gestion d'actifs, donc en théorie tout le monde, avec quand même un seuil de 500 millions

»

» d'euros d'actifs gérés. Ce seuil détermine si vous devez reporter ou communiquer uniquement sur les aspects environnementaux, sociétaux ou de gouvernance au sens large. Intégrez-vous les critères ESG dans votre gestion d'actifs, et si oui comment ? Et si vous êtes au-dessus du seuil de 500 millions d'euros, non seulement il faut communiquer ces éléments, mais une précision très forte est demandée sur les sujets climatiques. Etes-vous donc exposé et comment prenez-vous en compte votre exposition aux risques climatiques dans la gestion d'actifs ? Il s'agit là d'un sujet complexe auquel les investisseurs ne sont pas forcément préparés, alors comment pouvons-nous l'aborder ? [...]

Quels sont les grands chapitres sur lesquels un investisseur peut communiquer ? Un premier aspect très important, c'est la définition du périmètre ! Là encore, le régulateur laisse le choix de déterminer sur quel périmètre vous voulez faire votre *reporting* financier. Evidemment, le plus grand périmètre serait le mieux, mais il faut prendre en compte deux dimensions importantes pour vous, ce sont les classes d'actifs dans lesquelles vous investissez. Certaines sont plus naturellement faciles à traiter sur ces sujets climatiques. Les obligations souveraines seraient aussi *a priori* relativement aisées ; en revanche, dès que l'on s'éloigne des zones géographiques européennes ou de classes d'actifs très standards, cela devient beaucoup plus compliqué. Peut-être que les premières années, les mutuelles vont se concentrer sur les effectifs les plus simples.

Deuxième dimension à avoir en tête, ce sont les méthodes de gestion. Evidemment, ce n'est pas la même chose si vous déléguez tout à un gérant via un global ou, à l'inverse, si vous déléguez seulement une partie à une cinquantaine de gérants différents sur des produits ouverts. Là, la consolidation des informations, gérant par gérant, va être très complexe. Peut-être qu'il faudra aussi se concentrer sur les modes de délégation qui sont les plus simples. Concentrez-vous sur les « grosses poches », soit que vous gérez tout seul en direct, soit que vous confiez à des gérants qui conservent une grande partie de vos actifs. Alors, les trois chapitres peuvent être abordés dans ces différents rapports.

Le premier, qui est spécifiquement désigné par la loi, s'appelle l'analyse de matérialité, aussi connu

sous le terme d'analyse des risques physiques. Autrement dit, si on prend l'exemple des entreprises, en quoi les entreprises dans lesquelles vous investissez sont-elles risquées, d'un point de vue climatique ? [...] Sont-elles risquées en cas d'événement climatique extrême ? D'autres types de risques peuvent être pris en compte. On peut penser à la volatilité des prix de l'énergie. Parfois une entreprise peut gagner ou perdre en fonction de l'évolution des prix de l'énergie. Même quand les prix de l'énergie baissent, certains perdent, comme les pays producteurs tels le Qatar ou l'Algérie. [...]

Le deuxième volet n'est pas explicitement mentionné dans la loi, mais ce qui paraît évident quand on le regarde, c'est de faire ce que l'on appelle une empreinte carbone, c'est-à-dire regarder en quoi les entreprises dans lesquelles vous investissez sont responsables du changement climatique. Quel est leur niveau d'émission de CO₂ et en quoi cela peut-il comporter un risque financier pour vous ? Comment faire cela ? Beaucoup d'informations circulent et peuvent être communiquées par les entreprises elles-mêmes et regroupées dans des bases de données financières. Des agences de recherches compilent également ces données. Enfin, pour ces entreprises qui ne communiqueraient pas encore, ou pas de manière satisfaisante, sur leur empreinte carbone, il y a aussi moyen de l'estimer. [...]

Troisième volet très important, et qui est là aussi cité dans la loi, c'est la contribution à la transition énergétique : en quoi vos investissements et certains de vos investissements peuvent-ils contribuer à cette transition ? Vous pouvez imaginer des investissements dans différents secteurs, en particulier dans l'énergie renouvelable, dans celui des économies d'énergie, des solutions propres. Mais on peut aussi recenser la part verte, c'est-à-dire la part de l'activité des entreprises dans lesquelles vous investissez qui propose des solutions vis-à-vis du changement climatique. [...]

Une fois qu'on a réalisé ces trois grands types d'analyses sur un périmètre donné de l'actif, il ne restera plus qu'à en faire une synthèse. Et ce qu'il y a de plus délicat avec la loi, c'est la trajectoire. Le régulateur invite les institutionnels à proposer ou à démontrer en quoi leurs investissements sont compatibles avec un réchauffement climatique, inférieur à 2 degrés avant 2100, l'objectif international de la COP21. En fait, c'est un objectif très compliqué.

»

» Ce que je vous propose les premières années, c'est d'être très prudents sur les trajectoires. Essayons d'abord de maîtriser les outils de mesure, de le faire sur plusieurs exercices, avant de proposer des objectifs de réduction de l'empreinte carbone, par exemple, qui seraient périmés au bout d'un an parce que la mythologie ou le périmètre aurait changé.

ADOM, modérateur Jean-Philippe Diguet :
« Après avoir exposé le cadre général et réglementaire, donnons la parole aux gestionnaires pour connaître leur philosophie ISR, les modalités d'intégration... »



→ **Hervé le Guen**

Chez Egamo, filiale de la MGEN, nous gérons à hauteur de 4 milliards d'euros, principalement pour le compte des mutuelles. Nous avons intégré l'ESG dès notre création en 2008. L'ESG allant pour nous de

pair avec les valeurs mutualistes. [...] Comment s'est construit ce type de *reporting* chez nous ? Nous avons accompagné l'un de nos principaux clients dans cet acte. Il a voulu faire évoluer son mandat de gestion en 2014, en incluant dans le mandat des critères ESG, en termes d'intégration de performances sectorielles et de *reporting*. Les critères étaient assez détaillés, ça nous a servi de laboratoire, pour constituer le *reporting*. On a eu de nombreuses discussions avec le client pour affiner la méthodologie, les éléments indispensables dans le *reporting* et les actions qui pouvaient être menées en termes d'intégration ESG. Ce client était très sensible au devoir d'alerte de son gérant – en termes d'allégations ou de scandales liés à l'émission que l'on pouvait réaliser –, lequel s'est engagé à lui communiquer tous ces éléments. En 2015, on a un peu devancé la réglementation, on y a ajouté le bilan carbone. Et le client nous a expliqué en retour qu'il avait besoin, en interne comme en externe, de

simplifier ou de donner des éléments de synthèse des performances ESG. Comme ces performances peuvent être très quantitatives avec de nombreux tableaux dans tous les sens, il est difficile de communiquer sur ces éléments. On a eu aussi ce retour de notre dernier Comir, qui a fait ressortir les difficultés qu'ont les institutionnels à matérialiser les performances ESG vis-à-vis du grand public, sur un portefeuille financier, alors que sur un portefeuille immobilier, on peut dire que l'on a réussi à isoler et à réduire la consommation électrique, etc. [...] On essaye d'améliorer la méthodologie pour pouvoir bien expliquer quelle est la démarche et trouver des indicateurs pertinents et marquants pour aider nos clients à communiquer en interne comme en externe sur leur stratégie ESG.

ADOM, modérateur Jean-Philippe Diguet :
« Quelle est la philosophie ISR du groupe OFI et y a-t-il une philosophie ISR mutualiste par rapport à votre ADN ? »



→ **Bénédicte Bazi**

On rappelle simplement que les enjeux ESG qui ont été abordés constituent clairement des zones de risques qui peuvent avoir un impact financier significatif sur les émetteurs et donc sur leurs profils

de durabilité. Par ailleurs, on voit les émetteurs, intégrant dans leur stratégie de croissance des réponses aux enjeux du développement durable, qui créent des opportunités participant clairement à leur développement économique. C'est dans ce sens-là que l'analyse ESG complète et enrichit l'analyse financière de manière indéniable. Alors, quelle est la méthodologie développée chez OFI ? En fait, l'objectif, c'est d'évaluer la gestion des risques, une fois de plus, et des opportunités. Ce sont vraiment les deux chapitres du développement durable pour un émetteur.

» On a établi un certain nombre d'enjeux du développement durable par rapport à des grands textes fédérateurs comme le pacte mondial, les principes de l'OCDE, etc. En deuxième étape, on a construit, par rapport à ce socle, à cette base, un référentiel d'enjeux sectoriels. Nous avons 109 secteurs, 31 enjeux au total et plus de 160 critères d'analyse. Et ces enjeux, de manière systématique, sont confrontés à quatre grands risques : un risque de production, un risque de réputation, un risque légal au sens large, légal et régulation, et un risque lié à la perte d'opportunités si l'entreprise n'adopte pas la bonne stratégie par rapport à des enjeux sectoriels forts. Cette classification nous permet d'activer les enjeux clés sur un secteur d'activité donné, de les identifier et de pondérer ces enjeux de manière extrêmement précise pour chaque investisseur afin d'avoir une qualité d'appréciation. Car vous avez toujours un risque de dilution. Lorsque vous avez trop de critères, trop d'enjeux, il y a un manque de pertinence par rapport à l'analyse. Enfin, troisième étape par rapport à ce gros travail de définition d'enjeux, on intègre les notations d'un certain nombre d'agences avec lesquelles nous travaillons. Nous intégrons également les éléments qualitatifs, qui sont à la fois positifs et négatifs. S'ils sont positifs, on va accorder un bonus à une entreprise qui déploie de manière satisfaisante sa politique de développement durable. Tous les deux ans, on réalise un sondage auprès du Stoxx 600, pour justement essayer d'évaluer la pertinence du déploiement de la politique RSE d'une entreprise. Au résultat de ce sondage, on est amené, ou non, à mettre un « bonus » sur ces émetteurs. Cette année, nous allons étendre ce sondage bien au-delà du Stoxx 600, puisque nous avons près de 500 petites et moyennes valeurs que nous allons également intégrer. Je pense qu'il est important de mesurer, de savoir comment une société déploie sa politique par rapport à ce qu'elle publie. Alors, ça, c'est le côté positif, mais il y a également un côté négatif : c'est la prise en compte des controverses que l'on a vues. La survenance et la fréquence de controverses auprès d'un émetteur nous amènent évidemment à imputer un malus sur la notation de la société. [...] Mais alors, quelles sont les réponses du groupe OFI face à ces obligations, face à l'article 173 de la loi de transition énergétique et écologique ? Il y a

plusieurs leviers d'action en vue de respecter cette trajectoire de la loi carbone. Le premier levier d'action est d'avoir une liste négative pour les exclure du secteur, c'est peut-être le plus facile. Le deuxième point, la liste positive, c'est de sélectionner, dans des secteurs intensifs, ceux qui font bien les choses. Puis le troisième levier d'action, c'est peut-être de financer des apporteurs de solutions. Ce qui est demandé au niveau de l'empreinte carbone des émetteurs, c'est parfois la simplification de ce qui est demandé, qui doit parfois être revu, revisité. C'est en cela que, pour nous, l'empreinte carbone est loin d'être suffisante, puisque c'est quand même une photographie à un instant T. Elle ne donne pas d'idée du risque carbone associé aux actifs. Le grand risque, c'est qu'elle peut conduire à des choix sectoriels peu pertinents en étant très restrictive et en ignorant justement l'utilité d'un certain nombre de secteurs intensifs. Je suis un peu caricaturale, mais il ne faut pas oublier que dans une période de transition, une fois de plus, on ne peut pas tout révolutionner du jour au lendemain. Surtout, l'autre risque, c'est d'éliminer des acteurs porteurs de solutions pour la transition énergétique. Il y a donc la nécessité d'agir afin de répondre à ces nouvelles obligations.

→ **Raya Bentchikou**



Cette loi n'est pas prescriptive comme on l'a dit à plusieurs reprises, c'est une loi qui repose sur le principe : soit vous adhérez, soit vous expliquez pourquoi vous n'adhérez pas. Elle a conscience de ce qu'elle

demande aux investisseurs institutionnels et, du coup, il y a une dichotomie en termes d'exigence de *reporting* entre des acteurs de petites et moyennes tailles dont le bilan consolidé est inférieur à 500 millions d'euros et les acteurs dont le bilan est supérieur. Ainsi, l'intégralité du décret, qui comprend l'intégration des critères ESG – le volet 1 – ainsi que la contribution à la mise en œuvre de la transition énergétique – le volet 2 –, ne s'applique qu'aux



» plus gros acteurs ayant un bilan consolidé supérieur à 500 millions d'euros. Pour ceux qui ont un bilan consolidé inférieur, il n'y a que la partie 1 du décret sur l'intégration des critères ESG, qui est simplement une extension de la loi de Grenelle, qui s'appliquera. Là, on va essayer de vous mettre les idées un petit peu plus au clair sur le volet 2, parce que, encore une fois, c'est vrai que la loi laisse beaucoup de place à la créativité. On a des lignes directrices, on nous dit qu'il va falloir communiquer en termes de *reporting* sur un rythme annuel, sur ce que vous faites en matière d'intégration et comment vous abordez la transition énergétique. Mais il y a beaucoup de flou sur le comment. L'idée, c'est donc que le régulateur est conscient du fait que beaucoup d'investisseurs institutionnels n'étaient auparavant pas du tout concernés par ces préoccupations ESG et qu'ils n'étaient pas mûrs sur le sujet. Donc, il y a un audit qui sera fait au bout de deux ans. En revanche, effectivement, le régulateur incite à la réflexion : comment faire aujourd'hui pour pouvoir, à la fin de l'exercice de décembre 2016, reporter sur votre rapport annuel la manière dont vous intégrez ces facteurs ? Sur le volet 2 en particulier, l'enjeu majeur, puisque c'est celui qui est le plus en lien, on va dire, avec la COP21, est comment contribuer à une économie bas carbone. Cet enjeu est primordial et ambitieux, parce qu'on va vous demander de ne pas simplement expliquer la démarche, comme on l'a vu précédemment, du style « Quelle est la politique ISR que vous avez ? Est-ce que cette politique intègre la transition vers une économie bas carbone ? ». On ne se contente pas non plus de mesurer l'exposition à ces risques, via des indicateurs, comme l'empreinte carbone ou d'autres quand l'empreinte carbone n'est pas suffisante, mais on va vous demander comment vous allez agir sur votre portefeuille. Quelles décisions d'investissement vous allez prendre pour pouvoir *reporter* et vous mettre en conformité vis-à-vis du scénario des 2 degrés, puis essayer de contribuer de manière positive – on a parlé tout à l'heure de solutions positives, d'investissement vert, par exemple –, ou dans des classes d'actifs différentes ou d'approches plus négatives. L'idée est d'aller vraiment jusqu'au niveau du portefeuille et d'avoir les moyens d'agir dessus. Le volet 2 va vraiment fonctionner en fonction de ces aspects.



→ **Luisa Florez**

Initialement, pour vous rappeler un peu ce qui a été dit tout au départ, ce volet 2 sur la transition énergétique fait appel à la technicité, mais je dirais aussi qu'il embarque une nouvelle fois les particuliers. Pourquoi ?

Parce que depuis très longtemps, c'est très concret, en lien avec vos investissements. Comment êtes-vous en train de vous aligner sur un monde avec moins d'émissions de CO₂, est-ce qu'il faut parler à vos politiciens, est-ce qu'il faut parler aux particuliers ? [...] Concrètement, qu'est-ce qu'on a fait jusqu'à présent ? C'est sûr que sur la partie technique, par exemple, les régulateurs nous donnent quelques idées : « Est-ce que vous avez identifié comment la variation du prix des matières premières impacte vos portefeuilles ? » C'est technique ! « Comment un environnement climatique impacte aujourd'hui votre portefeuille ? » C'est technique ! Standard & Poor's a publié en 2014 un document qui disait : « *pour l'instant, aucun de nos ratings n'est impacté pour des raisons climatiques* », et c'était en 2014 ! Pourtant, la Chine, chaque année, subit des inondations qui impactent de 2 % son PIB. Si ces événements commencent à devenir fréquents, il se peut que, dans le futur, les *ratings* de la Chine soient dégradés pour des raisons climatiques. [...] On commence à voir comment des acteurs traditionnels comme Standard & Poor's s'intéressent à ces thématiques. Donc, pour l'investisseur, qu'est-ce qu'il faut faire ? Il faut aujourd'hui identifier deux stratégies. Il y a une stratégie dite négative, qui nous rappelle nos amis américains du début du siècle, c'est-à-dire que j'exclus des secteurs qui ont des actions ou des activités dans les combustions fossiles, avec des répercussions sur les conditions climatiques. [...] On peut aussi commencer à parler des opportunités de démarches positives, c'est plus constructif. Aujourd'hui, on parle beaucoup des *green bonds*, des obligations vertes, c'est aussi une manière simple d'investir dans des projets qui financent des énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, les transports, les infrastructures des transports verts, etc. Après, en tant qu'investisseurs, on peut identifier



» ses démarches et objectifs. Une fois qu'on les a identifiés, on peut agir soit pour exclure, soit pour investir. Il faut définir sa politique. Je dirais que tous les acteurs de la place travaillent pour savoir comment on va mesurer ces impacts liés au changement climatique. Jusqu'à présent, on avait seulement les émissions de CO₂ et il y a beaucoup de débat autour de cet indicateur. Après, on pourra agir sur la politique d'investissement. Comment on agit ? Soit on exclut le secteur, soit on investit sur des véhicules dédiés, soit on engage le dialogue avec les entreprises

sur cette thématique. Une manière très simple, ce sera de faire valoir vos votes en assemblée générale, dans des sociétés qui agissent sur le domaine du changement climatique. [...]

Je voudrais aussi terminer sur la loi de transition énergétique, française certes, mais aujourd'hui ce même thème est débattu au sein d'autres organismes internationaux comme le G20 ou aux Etats-Unis avec l'OCDE. Ce n'est pas seulement un sujet franco-français, cela commence à prendre une dimension internationale. ◆



Table ronde FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Débat autour des modes de financement de l'économie : dette privée, fonds de loans, certificats mutualistes... Témoignages de mutuelles.

Interventions :

OFI AM : *Victoire Blazsin*, directrice générale de Zencap. Modérateur : *Christophe Ollivier*, membre de l'AMICE.

AIM : *Déborah Shire*. AIM : *Yannick le Serviguet*.

Modérateur Christophe Ollivier

« *Victoire Blazsin (Zencap) va intervenir sur les fondamentaux des prêts directs à l'économie qui ont été introduits dans un certain nombre de discussions avec les pouvoirs publics, par rapport au rebond nécessaire de l'économie. Et donc Victoire va aborder des basiques comme "Quel est l'intérêt d'investir ?" »*



→ Victoire Blazsin

La question que l'on s'est posée, c'est : d'accord, un nouveau marché est apparu, mais en quoi cela répond-il à une demande des emprunteurs, qui par le passé empruntaient exclusivement à des banques ? Il faut bien

comprendre que, depuis quelques années, les banques bénéficient d'expériences, d'expertises. Cela veut dire de l'historique, de la donnée... Pour illustrer cela, on peut dire que ça s'est accumulé, sédimenté, ce qui

donne une certaine lourdeur, une certaine rigidité des *process*. Parfois cela a du bon, mais je dirais qu'il y a une certaine inertie dans la manière dont les banques fonctionnent. [...] Aujourd'hui, le crédit, qu'il soit destiné à des particuliers ou à des PME, et peut-être moins à des grosses entreprises, n'est pas une fin en soi pour une banque. C'est un produit d'appel pour réussir à vendre des produits plus sophistiqués et pour obtenir de meilleurs résultats. Le résultat est que, quand un banquier vous fait un prêt, on a l'impression qu'il vous rend un service. Et, pour un banquier individuel, c'est plus difficile d'aller à l'encontre de la lourdeur, de la bureaucratie des *process* pour faire avancer les choses. En face de ça, vous avez des fonds de dettes qui sont positionnés de manière différente, qui sont des entités ayant émergé très récemment, avec toujours des avantages et des inconvénients. Mais ils ont des *process*, des systèmes plus récents, donc plus souples. [...] Dernier point, il y a un certain temps, des emprunteurs ont été échaudés : entre 2008 et 2010, l'assèchement complet des liquidités bancaires leur a été extrêmement préjudiciable.

Et je pense qu'aujourd'hui, être capable de diversifier ses ressources de financement, cela ne veut pas dire remplacer les banques, mais avoir des gens à côté



» des banques. Cela valorise, même si parfois cela coûte plus cher. L'ensemble de ces avantages leur permet de trouver leur compte. Cela explique comment est apparu le marché, pourquoi il répond à une demande des emprunteurs. Maintenant, la question à laquelle on a voulu répondre, c'est : « Qu'est-ce que les investisseurs ont à y trouver, et pourquoi peut-il être intéressant d'investir sur la dette privée ? »

Pour nous, aujourd'hui, il y a trois principaux avantages. Premièrement, on est sur un marché qui a un niveau de rendement à risques de crédit constant plus avantageux et qui s'explique par une prime de liquidité. Deuxième avantage : le traitement réglementaire qui est associé à ces opérations. [...] Dernier avantage avant de voir les risques cachés de cette classe d'actifs : très peu d'investisseurs avaient investi par le passé sur le financement des PME, ou alors de manière indirecte, avec des ETI, le financement d'actifs réels, immobilier, structures ou financement de la consommation. Tous ces éléments sont des éléments de diversification dans un bilan institutionnel. C'est d'ailleurs quelque chose que le régulateur et le législateur ont très bien saisi. Ils ont bien vu les avantages que l'on pouvait en tirer pour le financement de l'économie réelle aujourd'hui. Et ils ont créé cette enveloppe de fonds de prêts à l'économie qui va permettre aux fonds, respectant les critères érigés par cette loi, d'obtenir un traitement comptable et réglementaire relativement avantageux. [...] Voilà les avantages de la classe d'actifs avec un rendement risque crédit constant plus avantageux, une diversification sur les risques nouveaux, une enveloppe réglementaire relativement attractive. Maintenant, je dirais que c'était le côté « page de publicité » de la classe d'actifs. Si je dois être honnête, si la déontologie était ici avec nous, elle nous dirait qu'il faut absolument présenter les risques. C'est un point absolument essentiel dans l'analyse de la classe d'actifs qu'il ne faut pas négliger dans l'investissement sur la dette privée. [...]

Regardons quels sont les risques cachés, qu'il ne faut pas ignorer sur la dette privée. Aujourd'hui, il faut être conscient que, quand vous investissez sur la dette privée, vous vous retrouvez face à des emprunteurs plus petits que ceux que l'on connaît sur la dette publique. C'est moins transparent, moins organisé, avec une documentation moins standardisée, alors que c'est là que, normalement, vous devriez avoir besoin de

plus d'informations. Vous êtes sur un marché moins efficient, moins organisé. Les banques vont présenter des opérations, mais ne vont pas nécessairement faire de prises fermes. Vous avez un enjeu d'*origination*, autrement dit : « Comment identifiez-vous les *deals* ? », car personne ne va venir vous proposer la dette privée. Le *bottom line* de cela est que l'on est face à une prise d'actifs avec beaucoup de valeurs, mais présentant deux enjeux majeurs. D'une part le *sourcing* : comment identifie-t-on les opérations, ensuite comment analyse-t-on ces *deals* et comment investit-on sur ce marché ? Sur la partie *sourcing*, il y a trois principales phases clés à ne pas rater dans l'analyse d'une opération dette privée : d'abord la *due diligence credit*, qui répond à une question un peu paranoïaque : « Si on nous propose cette opération, pourquoi est-ce qu'elle n'a pas été proposée aux banques avant ? Et pourquoi les banques ne l'ont pas faite ? » On veut identifier les bonnes opérations refusées par les banques, pour une mauvaise raison. [...] Il y a ensuite une deuxième phase de négociations de *due diligence credit*, qui va consister à mettre en place les termes et les conditions adéquates pour la dette que vous êtes prêts à financer. Autrement dit, dans quelles conditions, quels taux, quelles vont être les autres parties impliquées, est-ce qu'ils ont les mêmes droits ? Concrètement, ce que nous cherchons à faire à cette étape, c'est adapter la documentation et le montage financier aux enjeux que nous avons précédemment identifiés dans la *due diligence credit*. Cela doit passer par une mise en place de ratio financier que l'on va demander à l'emprunteur de respecter durant toute l'opération, puis il faut déterminer dans quel cas on va mettre fin à notre collaboration et à notre partenariat. Dernier point, contractualiser et organiser les relations avec les autres créanciers. [...] La dernière phase est celle de l'exécution : une fois que l'on a mis en place les termes et les conditions de l'opération, comment va-t-on la documenter à proprement parler ? Est-ce que l'on fait une obligation ou un prêt ? Comment contractualise-t-on les relations avec les autres créanciers ? Comment met-on concrètement en place les sûretés... ? Il faut en quelque sorte « *benchshorter* » les opérations. Le point essentiel de cette étape est de bien se souvenir du montage financier et des risques identifiés. Au total, sur ces trois phases, il faut compter quatre

»

» à sept semaines, avec des centaines de pages de documentation, de contrats à articuler entre eux, de mises en place de *reporting* pour la suite. [...] Pour conclure, on exerce un métier avec beaucoup de lecture de documentations, on fait des additions, des soustractions. En revanche, on essaie de prendre du recul, c'est un travail chronophage, un peu « besogneux ».

[...] Pour faire nos 400 millions d'euros en 24 mois, ce qui fait de nous un petit acteur, on a identifié environ 250 opérations, et sur ces 250, il y en a à peu près la moitié qu'on a rejetée immédiatement. L'autre moitié, sur laquelle on avait fait des études plus ou moins avancées, nous a permis de mener à terme 45 opérations. Une dernière chose importante à mentionner : on fait notre métier, et notre valeur ajoutée est d'aller acheter des actifs qui offrent une prime de rendement, donc une prime de liquidité et non une prime de risque. On veut les actifs qui n'ont pas pu être pris pour de bonnes raisons.

Modérateur Christophe Ollivier

« On va approcher le même sujet, mais avec une vision de ce qu'est cette classe d'actifs par rapport à d'autres classes d'actifs. Qu'en est-il d'un point de vue européen en termes de marché, et en quoi cette typologie d'actifs peut-elle jouer sur la diversification ? »

→ **Déborah Shire**



Les classes d'actifs dont on parle ici, et il y a beaucoup de points communs avec ce que Victoire a expliqué, sont des classes d'actifs qui intéressent AXA IM depuis plusieurs d'années. On est sur des classes d'actifs crédits, et dans crédit, on a avant tout une

vision que l'*upside* est limité, et que le *downside* l'est beaucoup moins. Donc, nos métiers, c'est d'aller chercher les actifs qui seront « ennuyeux ».

Et vous aurez ensuite un pendant où l'on va vous parler de la partie très *corporate*, des sociétés un peu plus grandes que ce que Victoire a couvert, et tout à l'heure Isabelle vous parlera de la partie immobilière. On se situe bien dans deux de ces sous-marchés-là, entre Isabelle et nous et les parties de ces marchés-là qui ont été « désintermédiés ». C'étaient les actifs les moins digestes pour les banques, soit parce qu'ils étaient devenus particulièrement coûteux, comme c'est le cas des actifs *corporate loans*, soit parce qu'ils étaient particulièrement gros, et ce sera le cas dont vous parlera Isabelle, sur les actifs prêts immobiliers.

Pour le bilan d'AXA IM d'abord, ce dernier a anticipé Solvabilité II, il y a près d'une dizaine d'années, avec un capital économique. Les traders du capital économique chez AXA regardaient les classes d'actifs avec une vision de mesure du capital, et cela nous a amenés à diminuer très vite la portion *Equity* des bilans, donc la portion action. Notre actionnaire se disait alors : si j'augmente mon portefeuille crédits, il faut que je puisse les diversifier, car les marchés publics dont Victoire vous a parlé, notamment en Europe, sont limités en termes de profondeur. Cela nous a amenés très vite à nous dire : il y a les crédits qui ne sont pas dans les marchés publics, mais qui sont dans les prêts fournis par les banques. C'est la grosse partie émergée de l'iceberg, et on est capable d'abaisser les barrières à l'entrée, en disant : ce n'est pas un titre, mais un *loan*. Ça s'analyse, il y a de la documentation, c'est une « *security* », ça demande un petit peu de structuration pour le mettre dans un bilan, néanmoins ça donne accès à du crédit d'entreprise diversifiant à d'autres types de secteur.

Pour moi, le plus important, c'est que nous sommes des gens faisant notre travail de manière consciencieuse et la plupart des gens de notre équipe font de la gestion ou de la recherche. [...] On a un fonctionnement pas si différent des banques d'un point de vue octroi, mais, j'en suis sûre, avec beaucoup moins de rigidité. On a des comités de crédit, où l'on discute des dossiers, où l'on vote. Il y a des gens qui sont organisés par secteurs, donc tout ça est incroyablement classique et traditionnel, mais ça marche. On est sur des classes d'actifs qui ont un certain nombre d'avantages structurels, si on sait les adresser avec discipline. Je pense réellement que l'histoire des dix dernières années a montré que l'on peut tirer la valeur de ces actifs-là. En termes d'avantages structurels, on vous a remis les critères de différenciation des marchés *bond*,

» des obligations classiques et des marchés *loans*. Cela fige les idées, finalement, d'une manière complémentaire de ce que Victoire vous a montré. Les prêts ont un certain nombre d'avantages sympathiques, ils sont en général collatéralisés sur les actifs de la société. Ce sont des actifs flottants, qui par le passé n'étaient pas attractifs pour des raisons institutionnelles, tant que les taux n'étaient pas aussi bas qu'ils ne le sont aujourd'hui. [...] Ensuite, la durée n'est pas un sujet neutre. Par rapport à des obligations qui sont en général des actifs assez lents (de 7 à 10 ans), les *loans* sont des actifs éventuellement longs en termes de maturité finale, et qui vont rarement jusqu'à 7 ou 10 ans. En revanche, ce sont des actifs qui prépayent, car même dans des sites de marchés compliqués, il y a toujours eu entre 5 et 10 %, voire 20 % du marché qui prépaye régulièrement. Mécaniquement, ce sont des actifs qui ont une vie moyenne plus courte et, pour Solvabilité II, c'est un avantage non négligeable. D'abord parce que cela diminue la volatilité des actifs et puis parce que cela diminue la recharge en capital. [...] Il ne faut pas abandonner tout le reste, je pense que par rapport à l'aspect diversification crédit, cette classe d'actifs est particulièrement attractive.

→ Yannick Le Serviget



O n a évoqué le poids des banques en Europe, mais, aujourd'hui, si on regarde le modèle américain, les banques représentent seulement 30 % du marché du prêt aux Etats-Unis. C'est un marché complètement « désintermédié ». En Europe, on est plutôt à 40 %, 50 % de

détention par les banques, ce qui explique une espèce d'amortisseur en cas de volatilité sur le marché. Ce que l'on a observé en 2009-2010, c'est que les banques refaisaient du prêt, mais sur les marchés locaux. Sur le marché espagnol, on voyait les banques espagnoles racheter des crédits locaux, même chose en France et en Italie. On observait 4 à 5 % de volatilité sur le marché des prêts en Europe.

Souvent la question qui nous est posée, c'est : « Qui achète les prêts, en termes de base d'investisseurs

en Europe ? » On est à 40 % banque, à peu près 10 à 20 % assureurs fonds de pension, et après on a un mix avec des fonds structurés... On a une base en train de s'étoffer de plus en plus, avec une rentrée significative des assureurs, sur la case acquis. [...]

Modérateur Christophe Ollivier

« **Quelles sont les précautions à prendre en matière d'alignement d'intérêt pour être certain de ne pas se retrouver dans la même situation ? Quelles sont les garanties que vous, les structureurs, pouvez donner à vos investisseurs, pour dire : "Le travail que nous faisons est un travail propre, avec un alignement d'intérêts." ?** »

→ Déborah Shire

L'alignement d'intérêts c'est un pis-aller quand on n'est pas capable de faire son travail. En être incapable, cela ne veut pas dire que l'on n'a pas les compétences, cela peut être parfois que l'on n'a pas les bonnes informations, par exemple quand vous vous retrouvez à acheter un portefeuille de prêts à la consommation dans lequel il va y avoir énormément de prêts *mortgage*, etc. Finalement, les sujets sont moins des sujets de *loans* que des sujets de capacité d'*origination*, de consistance de cette *origination* dans le temps. Là, on peut trouver une certaine logique et se dire : je vais avoir un alignement d'intérêts avec la personne qui fait l'*origination*, comme ça, je vais être sûr qu'elle continue à le faire avec la même discipline. Du coup, il n'y a pas un côté négatif, parce que, finalement, la banque n'a plus d'intérêt économique dans ces prêts-là et elle arrête de faire son travail. Tous les sujets dont on a parlé aujourd'hui, pour moi, cela ne relève pas de ça, on est sur des sujets qui ne sont pas très différents au final que d'acheter des obligations. En revanche, il faut faire son travail de sélection d'actifs un à un. Les banques ne sont pas totalement secondaires, car c'est intéressant de savoir qui traite ces papiers-là. [...]

» → **Victoire Blazsin**

Tout ça est juste, effectivement, je dirais qu'il y a un risque à se dire : je vais investir à côté d'une banque, car j'ai de l'alignement d'intérêts. En fait, la banque va vous dire : « On a un alignement d'intérêts sur cette opération, mais vous voyez ça par le petit bout de la lorgnette, vous ne voyez pas l'ensemble des opérations que peut avoir la banque sur un emprunteur. » Et, finalement, peut-être qu'elle peut avoir aussi intérêt à ce que l'opération se déroule bien, car ils gagnent suffisamment d'argent sur d'autres opérations.

Modérateur Christophe Ollivier : « On voit bien que le travail d'analyse qui est fait pour accepter un prêt est assez important. Il y a un certain nombre de conditions, des engagements que l'on va poser à l'organisme... Par rapport à ce qu'un banquier est capable aujourd'hui d'exiger quand il octroie un prêt, du point de vue de l'emprunteur, quels sont finalement les avantages d'aller vers ce type d'offre ? »

→ **Victoire Blazsin**

Je dirais encore une fois que l'on ne va pas à la place des banques, mais à côté d'elles. Aujourd'hui, aucune entreprise ne se finance seulement avec des prêteurs alternatifs. Après, des avantages, on en a un petit peu parlé, surtout au niveau de la diversification des sources de financement. Je ne pense pas que le taux soit un avantage en soi pour les entreprises qui se tournent vers la dette privée, parce que les taux dessus ne sont pas nécessairement plus agressifs que les banques. D'ailleurs, on voit régulièrement des opérations sur lesquelles on est à côté des banques sur des structurations différentes. Finalement, on a des taux beaucoup plus compétitifs que les banques, mais, encore une fois, on apporte autre chose. On est plus sur du qualitatif que sur du quantitatif dans ce qu'apportent les prêteurs alternatifs, au sens large. [...] ◆



Table ronde

L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE : ACTIFS PHYSIQUES

Débat autour de la diversification des portefeuilles, du marché immobilier et de son cycle. Témoignages de mutuelles.

Interventions :

Modérateur : ADOM, Louisa Renoux. AXA IM, directrice des investissements : Isabelle Scemama.

Directeur général de CARAC : Jean-Jacques Berthelé. Directeur des investissements de UMR : Philippe Rey.

Directeur adjoint de SWEN CP : Jean-Philippe Richaud. Associé fondateur de PANDAT : David Guyot.

Modérateur Louisa Renoux : « *Qu'entend-on par "actifs réels" ? On va avoir deux présentations sur ce que sont les actifs réels, et notamment le private equity et les infrastructures. Puis on aura une présentation sur l'immobilier et ensuite un débat, puisqu'on a la chance d'avoir des témoins mutualistes parmi nous, M. Berthelé et M. Rey. Nous avons également des experts comme M^{me} Scemama, M. Guyot et M. Richaud. Ils vont nous apporter un éclairage sur cette catégorie d'actifs pour savoir si, finalement, on y va ou non.* »



→ **Jean-Philippe Richaud**

SWEN est une plateforme d'intermédiation du *private equity infrastructure*, on offre des solutions d'investissement dans les fonds de *private equity*, d'infrastructure et de dette

mezzanine, mais aussi tout ce qui est service autour des portefeuilles détenus par nos clients : le *reporting* sur mesure, la prise en compte des états réglementaires, des projections de flux pour déterminer des objectifs de performances et s'assurer que tous les programmes se déroulent conformément à leurs attentes. En termes d'investissement, on va intervenir sur trois ou quatre actifs, *private equity*, Infrastructure ou dette mezzanine, avec l'objectif de mettre en place des programmes d'investissements pour se diversifier. On investit dans les fonds quand on est en période de souscription, mais on investit aussi dedans quand ils sont fermés. Nous rachetons des parts de fonds d'investisseurs qui ont des contraintes, soit de liquidités, soit des problèmes particuliers ou spécifiques les obligeant à vendre. Nous rentrons donc sur des fonds qui sont matures avec des objectifs de retours en capital rapides. Nous intervenons également en co-investissement aux côtés des fonds dans lesquels nous avons investi, des fonds partenaires, là aussi dans un objectif d'amélioration de la performance, d'optimisation du développement du capital. [...]



» Le *private equity* est une classe d'actifs qui, maintenant, a un historique assez long, environ une trentaine d'années. Mais c'est essentiellement à la fin des années 1990 et au début des années 2000 que cette classe d'actifs s'est vraiment envolée en termes de collecte et de poids dans les portefeuilles institutionnels, avec un vrai ralentissement à l'issue de la crise de 2007-2008. Il a donc fallu quelques années pour revenir sur les niveaux antérieurs, mais, en effet, on est dans une dynamique très positive avec un retour au niveau d'avant-crise. En termes de chiffres, on a à peu près 160 fonds qui sont levés chaque année, ce qui est significatif. Après d'institutionnels, on mesure la complexité pour mettre en place une sélection, car il y a une offre très abondante. Il est important aussi de savoir que la France est le deuxième marché en Europe. Le premier, théoriquement, était le Royaume-Uni, mais il y a un fort ralentissement sur le premier semestre, on comprend pourquoi. Autre point intéressant : la France est le deuxième marché en Europe en volume d'activités, mais, elle reste l'un des marchés les plus performants depuis de nombreuses années. Le stock d'entreprises accompagnées par le *private equity* se situe aujourd'hui à près de 5 000 entreprises. C'est donc tout à fait significatif, et le rôle des fonds de *private equity* est vraiment essentiel dans le financement de l'économie. Un élément également très important est l'intégration de l'ESG (critères environnementaux, sociaux et de gouvernance), où là aussi la France et les gérants de *private equity* français sont très en avance sur ces sujets. [...] L'ESG reste un point essentiel quand on aborde les infrastructures. Chez SWEN, nous avons vraiment mis en place une politique très détaillée sur le sujet. Dans l'infrastructure, on est vraiment au cœur du sujet, puisqu'on est vraiment sur des biens et des services qui sont nécessaires aux communautés : métro, ponts, routes, etc. L'entretien, la qualité et l'attention portée à l'environnement sont essentiels pour la solvabilité de l'actif, mais aussi pour sa bonne intégration dans la communauté et sa bonne perception par celle-ci. SWEN a finalisé et a un bon recul maintenant, depuis 2008, sur l'investissement en infrastructure, puis sur la capacité à mettre en œuvre des allocations très diversifiées sur le sujet en tenant compte de ces critères ESG. Sinon, en termes de zones géographiques, là aussi, les acteurs ne chassent pas uniquement sur la France,

ça peut arriver sur le cas des énergies renouvelables, mais on est souvent en configuration de petite taille. En général, quand on parle d'un profil d'infrastructure, on parle d'actifs de plusieurs centaines de millions d'euros assez rapidement et, de fait, pour avoir la capacité d'investir dans ces domaines de diversification, il faut lever des fonds qui atteignent en général entre 1 et 5 milliards. Donc, dans l'immédiat, on va chasser sur du paneuropéen, voire sur du global.



→ **Isabelle Scemama**

Comment aborde-t-on la construction d'un portefeuille immobilier ? [...] Il faut bien avoir en tête que les actifs immobiliers sont des actifs hétérogènes par nature. C'est une classe d'actifs à très forte intensité capitalistique,

qui nécessite des coûts de transaction assez élevés et des délais de transaction assez importants. En général, dans le cadre d'une acquisition immobilière, on parle de délai de deux à six mois. C'est une classe d'actifs évidemment illiquide par rapport aux actions et aux obligations qui offrent assez peu de régularité. C'est aussi une classe d'actifs qui n'est pas cotée. La valorisation se fait par expertise. D'un autre côté, elle offre des *cash flows* relativement stables et prévisibles, puis une couverture partielle contre l'inflation. Mais tous ces éléments d'inefficacité et de non-transparence offrent aussi des opportunités, si on a accès à l'information pour délivrer des rendements. Si on regarde l'immobilier, on peut essayer de l'« attraper » par plusieurs moyens. Soit on achète l'actif en direct et, globalement, les rendements attendus sur le long terme sont de l'ordre de 6 ou 7 %. Aujourd'hui, on est plutôt sur la fourchette basse, mais on peut aussi essayer d'investir sur l'immobilier à travers la structure de capital, soit en *equity* dans des fonds, soit dans des sociétés cotées ou par des instruments de dettes. A la fin, quand on regarde les sociétés immobilières ou même un fonds immobilier, on voit une structure qui a une forte intensité capitalistique, mais qui a des coûts de gestion relativement faibles et qui a surtout, en général, une transparence fiscale.



» Si on parle des risques, on arrive assez bien à optimiser la fiscalité. Dans d'autres cas, donc, soit on l'acquiert par le passif, soit on détient des actifs en direct. On considère que c'est très intéressant de pouvoir regarder l'intégralité des instruments, puisqu'ils sont tous corrélés aux risques et aux cycles immobiliers. Alors, si on regarde de quel marché on parle, l'immobilier est une classe d'actifs très, très profonde. Dans le monde, on parle de 13 trilliards, qui se ventilent grosso modo en un tiers en Amérique du Nord, un tiers en Europe et un tiers en Asie. Donc, même si on veut se concentrer uniquement sur l'Europe, il reste un tiers des 13 trilliards, ce qui donne un terrain de jeu assez intéressant. Après, comme je vous le disais, on peut regarder cette classe d'actifs en achetant les immeubles en direct : c'est l'investissement immobilier direct et ça représente à peu près 5 trilliards. On peut également faire de la dette privée – 6 trilliards de marchés – ; les actions cotées – un trilliard – et les obligations *corporate* ou les titres de dettes cotées pour 1,5 trilliard. C'est un marché profond accessible par plein d'instruments. L'immobilier, qu'on le fasse en dette ou en *equity*, en haut ou en bas de la *capital structure*, reste corrélé à un risque locatif qui dépend de la qualité de vos locataires et du niveau du marché dans lequel vous évoluez, ainsi qu'à des risques financiers relatifs aux évolutions de valorisation et aux risques financiers de la structure du capital. [...]

différents : sous la rubrique immobilier, il y a en fait des biens et des objets de qualité ou de risque d'intérêts différents. [...] Souvent, on est face à des objets qui sont de nature physique, mais qui répondent à des logiques, à des coûts, à des marchés, à des cycles divers, et qui représentent donc des risques différents. Ça, c'est aussi notre expérience, car on a un portefeuille immobilier physique direct depuis longtemps. Il y a également une catégorie d'immobilier sur la pierre-papier qui vient d'être rappelée et qui pose un certain nombre de questions. Ce ne sont pas les mêmes produits au même moment, les cycles ne sont pas tout à fait les mêmes. On peut construire une forme de protection, un ensemble de choses qui se couvrent, qui se mutualisent bien. C'est un peu pareil pour le *private equity*, puisque celui-ci peut aussi constituer des familles différentes, car il y a des typologies d'investissements, d'approches, de montants. Ce risque de capitaux est différent, donc c'est une enveloppe qui recouvre des *deals flows* et des résultats divers. [...] En matière d'infrastructure, notre expérience est que nous investissons uniquement en *equity*, donc on a déjà limité cela.

Le deuxième point, c'est la notion d'actifs réels. Vu leur intitulé, cela pourrait signifier qu'il y a des actifs irréels, ce qui paraît quand même un peu étonnant. En ce qui concerne les actifs réels, on n'est pas toujours d'accord sur leur définition précise. Retenons la proposition qui consiste à considérer qu'il s'agit de ce qui n'est pas coté. En l'occurrence, ce n'est pas totalement vrai, puisque, pour l'immobilier, une partie est cotée. On voit bien là aussi qu'il y a des choses franchement différentes. On le vit au concret, au quotidien. Il y a une dimension qui parlera peut-être aux dirigeants mutualistes : il y a un impact de gouvernance, parce que, bien évidemment, quand on discute de ce type d'investissement en comité d'investissements ou en conseil d'administration, on est sur des objets qui pèsent parfois beaucoup plus lourd sur le plan de la négociation, de la présentation. [...] L'immobilier a une caractéristique : l'intérêt d'un portefeuille de ce type de produits pour nous, à la CARAC, c'est notamment sa diversification, en recherche de rendement, en corrélation avec notre passif. Je pense que c'est le cas de la plupart d'entre nous, nous sommes d'abord et avant tout des gérants de passifs, des assureurs. Notre métier, c'est d'abord la prise de risque et la garantie que l'on apporte

»

Modérateur Louisa Renoux : « Pourriez-vous nous dire, concrètement, quelle est la place de ce type d'actifs dans vos portefeuilles ? Comment peut-on construire un portefeuille avec ce type d'actifs ? Quels sont les enjeux de réglementation par rapport à ces actifs ?

Comment vit-on dans la vraie vie avec ces actifs réels ? »



→ Jean-Jacques Berthélé

Quand on parle de classe d'actifs dans l'immobilier, il faut être bien conscient qu'il y a beaucoup de produits

» à nos adhérents. [...] Au titre de ces engagements, la réglementation, effectivement, impose un certain nombre de choses, et les marchés, avec les taux que nous connaissons, en imposent d'autres. Les diversifications sur ces types de produits peuvent donc apporter un petit peu plus de rendement, mais en le payant, d'une certaine façon, puisqu'il y a une absence de liquidité. [...] A la CARAC, nous avons un portefeuille qui est plutôt, vous le savez bien, orienté sur les produits de retraite et d'épargne longue. On peut les porter beaucoup plus longtemps, mais ce n'est pas forcément le cas de tout le monde. La liquidité sur ces produits n'est quand même pas exceptionnelle. Si leur rentabilité est grande ou meilleure, c'est lié à cela et à une volatilité probablement plus basse. Il y a aussi, effectivement, des problématiques de valorisation. On rentre après dans un schéma qui est celui que nous connaissons aujourd'hui avec Solvabilité II : la transparisation. Il y a eu un certain nombre de résultats, puis d'efforts à faire, qui ne sont pas forcément toujours simples sur certains produits.



→ Philippe Rey

Contrairement aux actifs financiers, on pourrait qualifier les actifs réels comme des actifs de nature tangible, c'est-à-dire palpables ou visibles. On va y retrouver l'infrastructure, l'immobilier, et même les terres agricoles et

les forêts. L'immobilier, lui, on le classe dans un actif réel parce que c'est un actif non coté. Chez UMR, on gère l'un des principaux fonds de retraite, le Corem, avec 9 milliards d'euros d'actifs sous gestion. Nous avons 15 % de notre allocation d'actifs réels, qui se décomposent ainsi : 10 % d'immobilier, 3 % de *private equity*, classés aussi en actifs réels, et 2 % en infrastructure. Qu'est-ce que ça nous apporte dans notre indication ? D'abord, un taux de rendement élevé reflétant une préliquidité. On retrouve aussi cette vertu sur les actifs réels. On va également retrouver

des revenus récurrents : je pense à l'immobilier ou à l'infrastructure ; et ça, c'est intéressant dans un contexte de taux bas. Bien entendu, cela comporte aussi des atouts extrinsèques quand on sait que le *fix income* ne rapporte plus grand-chose et que les actions font peur. Cela vous permet d'aller chercher de la diversification. En effet, aujourd'hui, en termes de rendement, on est, pour les meilleurs actifs dans Paris, autour de taux de rendement extrêmement bas, à 3 % en moyenne, de 3,5 à 4 % dans la capitale. Puis, si on se déplace à Lyon ou à Nantes, on peut aller chercher du 5 % ou du 6 %. Pour l'infrastructure, le *private equity* et les fonds qui sont distribués à l'heure actuelle en capital, on reste plutôt autour de 10 ou 12 % du taux de rendement attendu. Avec l'UMR, si on prend les trois typologies d'actifs réels, on a mis le pied à l'étrier en 2007 en infrastructure, et aujourd'hui on a 200 millions d'euros d'engagements sur nos différents régimes. On a un taux de rendement historique annualisé de 17 % par an. Cela vient effectivement dynamiser le rendement global du portefeuille, mais ça ne baisse pour l'instant que de 2 %. En ce moment, il y a deux grandes tendances : les investisseurs se tournent de plus en plus vers la dette. Cela pèse 4 % du portefeuille des institutionnels, contre 2 % il y a encore deux ans. La deuxième grande tendance qui remporte, il me semble, tous les suffrages reste la diversification vers les actifs réels. Le poids de l'infrastructure et de l'immobilier a augmenté respectivement de 20 % et de 10 % ces cinq dernières années. [...] Avant de s'engager, il y a des précautions à prendre : il y a d'abord un travail d'apprentissage. Quand vous étudiez pour la première fois un fonds de dette mezzanine en infrastructure, ou bien la dette immobilière, cela demande de consacrer un peu de temps à vos équipes. Dans un deuxième temps, il y aura aussi un travail de pédagogie à mettre en place avec le conseil d'administration. Cela demande d'avoir des formations régulières en interne. Ensuite, il va falloir surtout calibrer vos modèles de risques. Nous, on a des modèles qui simulent chaque année des scénarios de marché pour s'assurer que nos actifs répondent bien à nos engagements de retraite. [...]

» **Modérateur Louisa Renoux :**
 « *On est bien sur des catégories d'actifs avec des indicateurs qui vont être différents, avec des calibrages qui, on l'espère, sont stabilisés. [...] Pour vous, y a-t-il d'autres points qui sont à garder en tête lorsqu'on va vers cette catégorie d'actifs ?* »

→ **Jean-Jacques Berthelé**

Je pense qu'on a tous aujourd'hui, enfin ceux qui ont des passifs un peu lourds, le même problème : on cherche quand même le rendement. On cherche aussi à trouver des solutions pérennes, donc ces actifs-là devraient logiquement prendre un petit peu plus de poids dans les actifs respectifs. Est-ce qu'il n'y a pas des mécanismes de bulles en train de se constituer ? Je pense notamment à l'immobilier, parce que tout le monde se précipite dessus depuis un certain temps, et cela s'accélère. Est-ce qu'il y a de la compréhension concernant ces produits ? J'ai utilisé tout à l'heure des mots-valises dans lesquels on retrouve beaucoup d'éléments parfois très différents. Sous la rubrique *private equity*, on retrouve des participants, des intervenants, des produits qui sont pour certains assez compréhensibles ou légitimes à être détenus, mais plus compliqués pour d'autres. Peut-on l'expliquer correctement à nos conseils ? Ça, c'est autre chose. Je crois qu'il y a une tendance à aller vers cela, parce qu'il y a besoin d'avoir un petit peu plus de rendement et de décorrélation. Et ces produits réputés décorrélés, quand ça ne marche pas bien, ça ne fonctionne nulle part. Il y a un certain nombre de précautions à prendre, à mon sens.

→ **Isabelle Scemama**

Je voudrais revenir sur le cycle immobilier. Est-ce qu'on est dans un phénomène de bulle ou pas ? Effectivement, acheter de l'immobilier de bureau à Paris autour de 3 ou 3,5 %, je suis quand même assez sceptique, parce qu'on oublie tout le temps que, lorsqu'on achète de l'immobilier, il y a un facteur d'obsolescence très important. Et à un moment donné,

dans un environnement d'inflation très réduit, il va bien falloir que les loyers couvrent ce coût d'obsolescence et le coût des travaux à réaliser pour maintenir votre bien. Du coup, ce que l'on fait, c'est que l'on regarde d'abord les grandes villes. Je pense qu'il faut faire attention, pour ne pas détériorer les risques, à ne pas aller dans des marchés trop profonds ou très étroits... Je n'ai rien contre la province, mais les marchés provinciaux sont beaucoup plus étroits et difficiles. Aujourd'hui, je ne suis pas sûre que les primes de risque offertes pour lancer ces marchés soient intéressantes. Donc, ce qu'on va regarder, ce sont souvent des actifs, parfois importants, qui offrent quand même de belles primes, ou des actifs qui nécessitent des restructurations. Mais il ne faut jamais compromettre la localisation. Car l'immobilier reste une affaire de localisation, donc on a fait beaucoup de développement dans des stratégies dites de développement pour garder, pour louer, puisque ça permet de récupérer de la marge de développement et d'arriver sur le marché avec un actif neuf qui a des primes de rendement beaucoup plus intéressantes que les actifs, qui sont déjà très matures, plus proches de l'obsolescence et peut-être avec des structures locatives en fin de bail ou pas forcément au top du marché.

→ **Jean-Philippe Richaud**

Le commentaire que j'ai à ajouter sur les précautions à prendre avec le *private equity infrastructure*, c'est que l'on est sur des durées de détention très longues. On parlait du risque de liquidité tout à l'heure. Il faut aussi intégrer que, dans la démarche d'investissement, on va se retrouver avec des gérants qui vont eux-mêmes avoir des périodes d'investissement qui peuvent être assez longues, de quatre ou cinq ans, et avec des différences assez fortes sur les stratégies d'investissement, sur les risques qui sont pris. Une des précautions à prendre, donc, lorsqu'on veut s'engager dans ces classes d'actifs, *private equity infrastructure*, ce n'est pas de le faire pour réaliser un bon coup, c'est vraiment de se projeter sur le long terme et d'essayer de bien mesurer l'exposition cible que l'on souhaite avoir sur ces classes d'actifs, et de faire en sorte d'avoir une allocation qui soit la plus régulière possible, de manière à avoir une bonne diversification des risques, »

» de pouvoir bien appréhender quels sont les segments sur lesquels on peut s'exposer, comment on peut s'y exposer, quels sont les bons acteurs sur ces segments-là, et ensuite essayer d'obtenir un schéma qui est un autofinancement partiel du portefeuille à terme, et donc d'avoir une augmentation naturelle des actifs, qui permette de générer cette liquidité régulière et ensuite d'éviter d'avoir des effets de cycles trop importants. Mettre tout son argent sur une période courte, c'est prendre le risque de s'exposer à la mauvaise période du cycle, et il vaut donc mieux essayer de lisser ça dans le temps. Mieux on y arrive, plus on réduit le risque.

Modérateur Louisa Renoux : « Pourriez-vous nous parler des solutions de placement à court terme, car on a beaucoup évoqué le long terme ? »

→ David Guyot



Chez Pandat, nous sommes une plateforme de mise en compétition sur les banques, sur les placements de trésorerie, de type dépôts à terme, comptes sur livret et comptes courants rémunérés. Nous sommes partenaires des banques, justement dans leur mouvement global de « rebilantieriser » l'épargne de leurs clients. C'est quelque chose de réglementaire, qui crée effectivement des contraintes sur ce que l'on a pu voir sur les intermédiaires

qui se sont lancés. Dans ce cadre-là, en fait, nous avons une autre classe d'actifs réels qui est la trésorerie, qui, pour certains, se transforme en billets. [...] Le placement de la trésorerie est toujours nécessaire, puisqu'on ne peut pas investir dès que l'on reçoit les cotisations sur des actifs à très long terme, comme l'immobilier ou l'infrastructure, sans avoir pris le temps d'analyser tous ces fonds. Dans ce cadre, la BCE a décidé de baisser

très fortement les taux de dépôt, ce qui a entraîné, chez toutes les banques croulant elles-mêmes sous les liquidités, une baisse de ces rémunérations : les plus gros clients qui ont aujourd'hui des rémunérations sur les OPCVM (organismes de placements collectifs en valeurs mobilières) monétaires ont quasiment toutes un taux négatif. Les meilleures sont aujourd'hui proches de 0 %. Vous pouvez arriver à avoir des rémunérations de compte sur livret autour de 0,5 ou 0,7 %, mais ce sera uniquement pendant un temps. Les taux vont être amenés à baisser, voire à ne plus exister, on va sûrement nous demander de ne plus déposer d'argent chez eux... Il faut bien voir, notamment chez les acteurs financiers, que ce soit mutuelles, assureurs ou mutuelles d'assurances, qu'il y a une discrimination opérée par le régulateur qui considère votre ressource financière comme moins stable par rapport à celle d'un client avec lequel vous auriez des flux. Dans ces cas-là, les conditions financières vont baisser, voire passer en territoire négatif dans certains pays. Le code civil l'interdit, et pour l'instant, en France, on a vu la sortie de M. Pérol, président de la Banque populaire-Caisse d'épargne (BPCE), qui a indiqué que, pour certains clients un petit peu trop gros, il pourrait appliquer une commission sur la conservation des fonds, de vos fonds, dans leurs livres bancaires. Pour l'instant, c'est un petit peu des menaces, une épée de Damoclès, on n'y est pas encore, mais il faudra se préparer avec cet outil de trésorerie à ne plus avoir le même rendement que la BPCE par le passé, parce que pour le coup il s'agit de montants assez conséquents. [...] On passe sur des taux négatifs. Il faut s'y habituer et, finalement, ce n'est pas grave. C'est gênant évidemment, au passif et à très long terme, pour des institutionnels comme vous, mais, pour autant, c'est aussi le reflet de la volonté de la BCE de permettre à tous les agents économiques de pouvoir utiliser du crédit, maillon fondamental de la transmission dans l'économie de la politique monétaire. Il permet justement de relancer la consommation. Les crédits à la consommation marchent plutôt bien, les crédits immobiliers aussi, et c'est cela le principal. Plus il y aura de consommation, plus il y aura de cotisations, plus il y aura d'emplois, ce qui permettra d'assurer l'avenir de tout le monde. Donc finalement, les taux négatifs, c'est un peu la quatrième dimension, mais ce n'est pas si grave, il faut les accepter et mettre au maximum les banques en compétition.

»

»» **Modérateur Louisa Renoux : « On parle aussi d'actifs réels parce qu'il y a un enjeu : l'économie réelle. L'Europe compte quand même sur ces infrastructures pour relancer l'économie, à un moment où elle est aussi en difficulté avec la sortie de l'Angleterre de l'UE, qui va bouleverser un grand nombre des points évoqués aujourd'hui. »**

→ **Philippe Rey**

Aujourd'hui, par nature, on investit plutôt à vingt ans qu'à six mois. Ce qui est important, au-delà de l'investissement, que ce soit par le *private equity* ou l'immobilier c'est que c'est un pourvoyeur de croissance, d'emplois, de financement. Et, c'est important de le préciser, il y a le fameux plan Juncker avec l'union des marchés et des capitaux. Derrière, il y a toute une série de projets que l'on commence à voir émerger. Nous, à titre d'exemple, nous venons de remporter avec l'UMR l'appel d'offres pour développer la fibre optique en Alsace. C'est un exemple un peu plus concret de ce que deviennent nos avoirs. Cela permet aussi de développer la France et de créer des emplois. C'est donc un bel outil, et ça permet de donner à la France un ballon d'oxygène. C'est mon premier vœu pour 2017 : un ballon d'oxygène !

→ **Jean-Jacques Berthélé**

Les marges se restreignent, on a de moins en moins de marge de manœuvre. Les risques sont présents et les partenaires intéressants. On peut avoir confiance en ceux qui nous aident à y voir clair, mais il faut être d'autant plus attentifs à avoir des outils de pilotage extrêmement précis, les risques d'erreur étant grands.

→ **Jean-Philippe Richaud**

Avec les *private equity* et l'infrastructure, on est très clairement sur une classe d'actifs sur laquelle on cible des rendements paraissant élevés par rapport au sujet que l'on a pu aborder par ailleurs. On est au-dessus des 10 % en étant investisseur et on est forcément dans des classes d'actifs qui ne sont pas faciles à appréhender. En ce moment, le sujet vraiment très chaud reste l'infrastructure chez SWEN. On a nous aussi l'envie de marquer quelques points sur ce sujet-là. Il y a bien évidemment des stades à construire, mais il y a plein d'autres infrastructures qui sont à maintenir ou à développer. Nous nous inscrivons dans ces thèmes-là pour essayer d'apporter des solutions de rendement pour les investisseurs institutionnels, mais également des actifs solides qui permettent de prendre un risque minimum dans un mandat de gestion.

→ **Isabelle Scemama**

Ce que l'on essaye d'apporter à nos clients, et c'est surtout ce qui me semble critique sur cette classe d'actifs, c'est la taille. Parce que la taille, ce sont des actifs que l'on a qualifiés de « gros ». Sur un *loan*, si vous êtes gros, vous avez la capacité d'influencer les termes et les conditions, vous êtes vraiment pilote. Si vous allez sur des actifs immobiliers ou d'infrastructure, sur de l'inertie, il faut de la taille. Donc, en apportant la taille, on arrive à offrir des portefeuilles diversifiés. La diversification, c'est quand même un moyen de gérer les risques sur ces classes d'actifs, donc ce n'est pas la taille pour être gros, mais c'est avoir de la taille parce que c'est le moyen d'offrir les bons portefeuilles, le bon niveau de diversification. On gère ces portefeuilles en général au moins au niveau européen, et, en même temps, c'est l'opportunité pour nous d'offrir des plateformes efficaces, et sur lesquelles on peut investir à la fois en *reporting* et en gestion. ♦

La Ciem, partenaire de l'Adom, a conçu et réalisé ce document.

Ciem: 67, rue Blomet, 75015 Paris, tél. 01 44 49 61 00, Ciem.fr.

Laurence Hamon, directrice générale, tél. 06 60 22 81 16.



Coopérative créée en 1973, la Ciem est une agence d'édition pluri-média spécialisée dans les secteurs de la santé et de l'économie sociale et solidaire. Elle déploie son expertise autour de trois pôles d'activité : la production de contenu rédactionnel, la création graphique et le développement de solutions Web et mobile.

Ciem : 67, rue Blomet, 75015 Paris
Tél. 01 44 49 61 00 – Ciem.fr