LE MAGAZINE DES

PROFESSIONS FINANCIÈRES & DE L'ÉCONOMIE

#17
Juin 2019
ISSN 2431-2460

Sébastien RASPILLER,
Chef du Service
Financement de l'Économie
DIRECTION GÉNÉRALE DU TRÉSOR

DOSSIER SPÉCIAL
L'INVESTISSEMENT DE LONG TERME

Centre des Professions Financières
www.professionsfinancieres.com

La Banque Delubac & Cie,

une banque indépendante, familiale et spécialisée au service des entreprises et des particuliers depuis près d'un siècle.

Créée en 1924, la Banque Delubac & Cie n'a cessé depuis plus de 90 ans de se réinventer au service de ses clients et des besoins de l'économie.

Société en commandite simple, ses associés gérants dirigeants sont responsables sur leurs biens personnels. C'est un gage de sécurité dans l'exercice d'un métier qui repose sur la confiance.

La Banque Delubac & Cie offre des solutions sur-mesure aux entreprises et aux particuliers autour de 5 branches d'affaires spécialisées :

- Banque de Gestion d'Épargne
- Banque des Entreprises
- Banque d'Affaires
- Banque des Administrateurs de Biens

Banque Delubac & Cie

Fondée en 1924

Experts et Indépendants

point d'exclamation
www.point-exclamation.com / © Banque Delubac & Cie

PARIS 10, rue Roquépine - 75008 Paris - 01 44 95 86 20 **Siège Social** 16, place Saléon Terras - 07160 Le Cheylard - 04 75 29 02 99 **www.delubac.com**

Éditorial

Nous avons choisi comme thème de ce 17ème magazine des professions financières et de l'Economie l'investissement à long terme. Ce thème est également celui du concours des mémoires 2019 et avait fait l'objet d'une table ronde lors du colloque du Centre des Professions Financières à Toulouse le 23 novembre 2018.

Ce numéro vous propose de définir tout d'abord ce concept et ce qui différencie notamment les investissements long terme des autres financements avant d'illustrer cette définition par les types d'investissement concernés puis de se poser la question des caractéristiques et motivation des investisseurs, avec un focus sur l'épargne retraite, épargne longue par excellence puis de conclure par les impacts de la réglementation.

Dans son Livre Vert de 2013 « le financement à long terme de l'économie européenne », la Commission avait ainsi indiqué « L'investissement à long terme est la formation de capital de longue durée, que ce soit sous la forme d'actifs corporels (infrastructures énergétiques, de transport et de communication, infrastructures industrielles et de services, logement, technologies liées au changement climatique et à l'éco-innovation…) ou d'actifs incorporels (éducation, recherche et développement…) qui renforcent l'innovation et la compétitivité. Ces investissements apportent souvent des bénéfices supplémentaires à la société dans son ensemble en assurant la disponibilité de services essentiels et en améliorant le niveau de vie en général, effets qui peuvent également commencer à se manifester à court terme. Outre qu'ils permettent aux entreprises et aux administrations publiques de produire plus avec moins de ressources, de faire face aux nouveaux défis économiques, sociaux et environnementaux, ils facilitent la transition vers une économie plus durable et renforcent les capacités productives et industrielles de l'économie ».

Marie-Agnès NICOLET
Présidente de Regulation Partners.
Présidente du Comité Magazine et du Comité d'Orientation du Centre des Professions Financières.

Les différents articles que vous lirez vous permettront notamment d'appréhender les différentes facettes de ces investissements, des spécificités du financement des infrastructures au financement de l'innovation, avec des rappels historiques (« l'âge d'or du financement de long terme ») et la mise en perspective des enjeux des financements européens pour « renouer avec une croissance intelligente, durable et inclusive » comme l'indiquait le préambule du livre vert.

Vous trouverez également une nouvelle rubrique dans ce 17ème magazine. Afin de faire connaître les travaux de recherche de nos universités, et de renforcer les liens entre universités et acteurs de l'industrie financière, il nous est apparu important au travers d'une « chronique de la recherche » de laisser une place dans nos pages à des enseignants chercheurs qui nous commenteront leurs travaux de recherche. Vous pourrez ainsi apprécier dans ce 17ème magazine si l'investissement dans la responsabilité sociale est un facteur de rentabilité pour les entreprises, au travers des travaux de chercheurs de l'université de Cergy Pontoise.

Nous vous souhaitons une excellente lecture. ■

Investir sur les actifs réels avec BlackRock

Dans l'environnement actuel en constante évolution, nous nous engageons à obtenir des résultats durables et à créer de la valeur à long terme pour nos clients. Nos clients nous font déjà confiance pour gérer plus de 48 milliards d'euros* d'actifs dans l'immobilier et les infrastructures.

Capital à risque. Tous les placements financiers comportent un élément de risque. Par conséquent, la valeur du placement et le revenu qui en découle varient et le montant du placement initial ne peut être garanti.

BLACKROCK®

* Source: BlackRock au 31 décembre 2018

Les informations contenues dans ce site sont destinées exclusivement à des Clients Professionnels au sens de la Directive sur les marchés d'instruments financiers (MiFID) et tels que définis par l'article D.533-11 du Code monétaire et financier et par le Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF), à l'exclusion de toute autre personne ou type d'investisseur. Émis dans l'EEE (Espace Economique Européen) par BlackRock (Netherlands) BV : Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel : 020 - 549 5200, Registre du commerce n° 17068311. Pour plus d'informations, veuillez consulter le site Internet : www.blackrock.fr. Pour votre protection, les appels téléphoniques sont généralement enregistrés. Pour plus d'informations, y compris les détails de notre politique de confidentialité, veuillez consulter le site Web à l'adresse https://www.blackrock.com/fr/intermediaries/compliance/politique-de-confidentialite. BlackRock est un nom commercial de BlackRock (Netherlands) BV. Adresse : 16-18 rue du quatre septembre, Le Centorial, 75002 Paris-France. Tél. : 01 56.43.29.00. Pour votre protection, les conversations téléphoniques sont généralement enregistrées. BlackRock est une marque commerciale de BlackRock Investment Management (UK) Limited. Ces contenus vous sont adressés uniquement à titre d'information et ne sauraient être considérés ou interprétés comme étant une offre ou une invitation à investir dans les fonds BlackRock et ils n'ont pas été non plus préparés dans le cadre d'une telle offre. Le risque est inhérent à tout placement. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures. © 2019 BlackRock, Inc. Tous droits réservés. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY sont des marques commerciales déposées au nom de BlackRock, Inc. ou de ses filiales aux États-Unis ou ailleurs. Toutes les autres marques commerciales appartiennent à leurs propriétaires respectifs. 147900-171223_MAY2019. MKTG1118E-660023-2046386.

Préambule

Face à des défis d'une ampleur inconnue, les États et les entreprises mesurent pleinement aujourd'hui la nécessité de considérer le long terme et d'investir.

Les investisseurs qui peuvent financer le long terme grâce à des ressources stables ne sont pas si nombreux. En France, leurs capacités, notre capital stratégique national, particulièrement faible, est atypique. Le fonctionnement des institutionnels est mal connu, leur rôle économique est mal compris, mal considéré notamment des autorités réglementaires et comptables surtout depuis la crise de 2008.

Au plus haut niveau, les politiques ont récemment mieux pris conscience de la nécessité de définir des cadres adaptés, stables, lisibles et clairs. Pour se faire ils ont impérativement besoin de construire une définition reconnue de l'investissement et de l'investisseur de long terme. Ce numéro du Magazine s'y emploie.

Les très remarquables articles de Sébastien RASPILLER, Chef de Service du Financement de l'Économie et d'Aymeric PONTVIANNE, Chef de Bureau des Entreprises d'Assurance de la Direction Générale du Trésor, Gérard de La MARTINIÈRE, Président de la Task Force cernent parfaitement le sujet. Thierry APOTEKER, de TAC ECONOMICS, Jean-Jacques PERQUEL, Président de l'Académie de Comptabilité, Lionel TOURTIER, Président de Génération E.R.I.C., soulignent l'existence de nombreux autres éléments adverses à l'investissement. Mireille AUBRY, de la Direction des Risques de COVEA, Rémi AUDOUIN, Responsable du Pôle Études, ALM d'EDF, Théodore ÉCONOMOU, Président du Fonds de Pension Lombard-Oddier, Henri CHAFFIOTTE, Directeur de la CARMF, Philippe DUTERTRE, Directeur AG2R LA MONDIALE, Jean-Pierre HELLEBUYCK, Paul le BIHAN, Directeur Général de l'UMR, Olivier ROUSSEAU, Membre du Directoire du FRR, Serge WEINBERG, Président de SANOFI et de Weinberg Capital Partners illustrent la problématique et proposent des pistes d'amélioration des cadres réglementaires et comptables.

Jean-Pierre MAUREAU,
Président du Club des Investisseurs de Long Terme

Un bon équilibre des questions fiscales et leur harmonisation européenne formeraient une suite souhaitable à ces sujets.

Les investissements de long terme indispensables à l'économie sont, hormis les actions, cotées et non cotées, les biens réels, les infrastructures, l'immobilier mais aussi la recherche et l'enseignement. Les infrastructures restent une classe d'actifs inégalement considérée. Corinne BARON, de la Direction des Financements de projets internationaux, Jean-Pierre LOUBINOUX, Directeur Général de l'Union Internationale des Chemins de Fer, Christian SCHOR, Président d'ASTRAE, Thomas VALLI, Directeur des Études Économiques de l'AFG, en précisent les caractéristiques. Benoît FAURE-JARROSSON, Analyste Sénior chez ALLINVEST rappelle les aspects spécifiques de l'immobilier. Arnaud MURET, Directeur Général d'ACTALIANS livre une analyse non conventionnelle de la formation professionnelle, investissement de long terme. Il intervient à la table ronde du 17 juin « Les Passerelles de l'Enseignement Supérieur », organisée par le groupe « Croissance, Rupture et Innovation », première partie du Colloque semestriel du Club des Investisseurs de Long Terme au Palais du Luxembourg.

Nombre des auteurs cités participent activement aux travaux du CILT, d'autres auteurs de talent n'ont pas été nommés, je les remercie également tous. Tous nous honorent d'excellents articles dont je vous souhaite une bonne lecture. ■

Sommaire

Éditorial

01 | Marie-Agnès NICOLET, Présidente de Regulation Partners. Présidente du Comité Magazine et du Comité des Colloques Régionaux du Centre des Professions Financières.

Préambule

03 | Jean-Pierre MAUREAU, Président du Club des Investisseurs de Long Terme

Dossier INVESTISSEMENT DE LONG TERME

07 | Sébastien RASPILLER, Chef du Service Financement de l'Économie Direction Générale du Trésor et Aymeric PONTVIANNE, Chef de bureau des Entreprises d'assurance Direction Générale du Trésor
L'investissement à long terme en faveur du financement de l'économie, un impératif

11 | Gérard de La MARTINIÈRE, Président de la Task Force ILT de la Place de Paris
Les enjeux de l'investissement de long terme

13 | David LE BRIS, Toulouse Business School
L'âge d'or du financement de long terme

16 | Rémi AUDOUIN, Secrétaire Général, EDF, Direction Financement & Investissements, Division Gestion d'Actifs Cotés
L'enjeu financier du démantèlement des centrales nucléaires

18 | Jean-Pierre HELLEBUYCK, Vice Chairman Administrateur Non Exécutif AXA INVESTMENT MANAGERS
L'investissement de long terme

21 | Mireille AUBRY, Responsable Groupe Veille et Normes Prudentielles, Direction des risques, COVEA
L'investissement de long terme

23 | Thierry APOTEKER, Chairman, TAC ECONOMICS, et Sandrine LUNVEN, Senior Economist, TAC ECONOMICS
US dollar as a dominant currency: implications for multicurrency risk management

25 | Bernard ATTALI, Président du cabinet Gouvernance et Valeurs, Conseil - Expert Financier, Chargé d'enseignement à la Faculté de Droit et d'Économie de Paris Descartes, Membre des Jury d'Examens d'Expertise Comptable
Évaluation d'une start-up et valorisation du capital immatériel

26 | Thierry DECKER, Directeur Interrégional Fonds Propres Réseau Sud à la BpiFrance
L'investissement long terme et son financement

29 | Philippe DESFOSSÉS, IIGCC advisor et ancien directeur de l'ERAFP
Où sont les investisseurs de long terme ?

31 | Lionel TOURTIER, Président de GENERATIONS E.R.I.C.
L'urgence d'un « choc d'investissement » en France ! Sinon…

33 | Corinne BARON, Responsable Portefeuille Financements de Projets internationaux
Le Financement de Projets

37 | Jean-Pierre LOUBINOUX, Directeur Général UIC (Union International des Chemins de fer)
La valeur du rail

40 | Thomas VALLI, Directeurs des études économiques, AFG et Cyril GRECO, Économiste, AFG
Financement des infrastructure. Quel rôle pour la gestion d'actifs ?

43 | Christian SCHOR, Président ASTERAE, Directeur Général adjoint HUGAU GESTION, Président du groupe Infrastrucures du CPF
Infrastructures et superstructures, un cocktail détonnant !

44 | Serge WEINBERG, Président du Conseil d'Administration de Sanofi Président de Weinberg Capital Partners
Capitalisation v. répartition : quelques observations

46 | Benoît FAURE JARROSSON, Analyste financier, responsable du secteur immobilier Invest Securities
L'investissement immobilier à long terme à l'épreuve de l'incertitude et des taux bas

48 | Grégoire NAACKE, Directeur de l'Observatoire de l'Épargne Européenne
Quelle est la spécificité des comportements d'épargne des ménages français ?

50 | Claire CASTANET, Directrice des relations avec les épargnants Autorité des Marchés Financiers
Difficultés qu'ont les français à investir dans les produits destinés au long terme

52 | Jean-François BLAS, Président Directeur général de SOFIVAL
Pour un family office, la diversification du risque passe par des investissements de long terme

54 | Henri CHAFFIOTTE, Directeur de La Caisse Autonome de Retraite des Médecins de France Président de la Commission Investissement Retraite de l'AF2I
Les caisses de retraite francaises, resteront-elles des investisseurs de long terme ?

57 | Théodore ÉCONOMOU, Président du Comité de Placements, Fondations de Prévoyance Lombard Odier, Genève, Suisse
Repenser la construction de portefeuille pour faire face aux défis de notre temps

59 | Michel BON, Président de Fondact
Interview

61 | Daniel GEE, Délégué Général de Fondact
L'épargne salariale : 70 ans d'allers-retours

63 | Jean-Jacques PERQUEL Président du Groupe Finance, Centre des Professions Financières
La Comptabilité des instruments de Capital en I.F.R.S.

66 | Philippe DUTERTRE, AG2R LA MONDIALE, Vice-Président du Forum pour l'Investissement Responsable et Co-Président du groupe de travail «Finance Investissement de Long Terme, Responsable et Solidaire » (FILTRES) du Club des Investisseurs de Long Terme
Introduction à l'impact Investing : une démarche de et à long terme

68 | Élodie de RECY, Directrice du Bureau de Paris, Banque Européenne d'Investissement (Groupe BEI)
L'investissement de Long Terme est au cœur des missions de la BEI

70 | Arnaud MURET, Docteur en socioéconomie de l'innovation
La formation professionnelle un investissement à long terme

72 | David DUBOIS, Directeur général de RGA France et Président de l'Institut des Actuaires
L'actuaire est, par essence, tourné vers le long terme

74 | Claude de SAINT VINCENT, PDG de Dargaud
Investissement de long terme mais en est-il d'autre ?

76 | Marie-Agnès NICOLET, Présidente de Regulation Partners Présidente du comité magazine et du comité d'orientation du Centre des Professions Financières
Chronique littéraire

77 | Annie BELLIER, Enseignant chercheur en finance, université de Cergy-Pontoise, responsable de la chaire Gestion des risques et financement des PME, membre de Femmes & Finance,
et Aline ESPINASSOUZE, Docteure en sciences de gestion de l'université de Cergy-Pontoise, enseignante et entrepreneur social
Chronique de la recherche

Vie du Centre

79 | Billet d'humeur, Patrice RENAULT-SABLONIÈRE

80 | Les Cahiers du Centre

82 | Parité et mixité dans le secteur financier. Retour sur le petit-déjeuner du 8 mars

85 | Le Club des Émetteurs de Caution

86 | Activités du CILT

87 | Le 31ème Concours des Mémoires de l'Économie et de la Finance touche à son terme

88 | Calendrier des prochaines manifestations 2019

professionsfinancieres.com

Édité par le Centre des Professions Financières : 6 avenue Mac Mahon – 75017 Paris - Tél. : 01.44.94.02.55 - www.professionsfinancieres.com - Email : contact@professionsfinancieres.com - Présidente du Comité de Rédaction : Marie-Agnès Nicolet - Co-Rédactrices en Chef de la Publication : Marie-Agnès Nicolet et Dominique Pignot - Secrétariat de rédaction : Emma Le Gros, Déléguée générale du CPF - Conception et Réalisation : FFE - crédits photos : droits réservés - Edition et Régie Publicitaire : FFE, 15 rue des Sablons - 75116 Paris - Directeur de la publicité : Patrick Sarfati 01.53.36.37.90 patrick.sarfati@ffe.fr - Responsable de la publicité : Mickael Caron mickael.caron@ffe.fr - Service technique : Laura Mechineau 01.43.57.91.76 laura.mechineau@ffe.fr - Conception graphique : Mandy Vu-Van - Mise en page : DHTL Christelle Charlier - Imprimeur : Champagne - Dossier « Zoom sur les entreprises » est réalisé par Hannibal + FFE - n° ISSN : 2431-2460

LE CTIP, PORTE-PAROLE DES INSTITUTIONS DE PRÉVOYANCE

35
institutions de prévoyance et union en France en 2019

12,3 Mds €
de prestations versées

1 ER
acteur sur le marché de la prévoyance et de la santé collective

1 salarié sur 2
couvert par une institution de prévoyance

89 M€
au titre de l'action sociale

2,1
millions d'entreprises détentrices d'un contrat collectif auprès d'une IP

13,5 Mds €
de cotisations perçues

27,2 Mds €
le chiffre d'affaires combiné des GPS

Pour **100 €** de cotisations perçues en santé, les IP remboursent en moyenne

85 € de prestations : le plus haut niveau de redistribution du marché

Conception & réalisation : CIMAVA

RETROUVEZ-NOUS SUR
www.ctip.asso.fr

CTIP
CENTRE TECHNIQUE DES INSTITUTIONS DE PRÉVOYANCE

L'investissement à long terme en faveur du financement de l'économie, un impératif

Sébastien RASPILLER,
Chef du Service Financement de l'Economie
Direction Générale du Trésor

Aymeric PONTVIANNE,
Chef de bureau des Entreprises d'assurance
Direction Générale du Trésor

Un investissement fondé sur des ressources stables et aux effets positifs

L'investissement à long terme se définit comme « un investissement fait avec la perspective de détenir un actif pour une période de temps indéfinie par un investisseur qui en a la capacité. »[1] Il ne s'inscrit ainsi pas en référence à une durée précise mais à une stratégie de détention. Les investisseurs à long terme sont plus attentifs à la création de valeur économique qu'aux évolutions financières immédiates, et ne cherchent pas une sortie de leur investissement à une date précise ou un accès permanent à la liquidité. En revanche, ils conduisent des analyses des fondamentaux économiques et s'impliquent dans la gestion de leurs investissements.

Du point de vue de la gouvernance d'entreprise, au rebours d'une finance parfois décrite comme prédatrice dans la captation de valeur ou spéculative, ils sont plus sensibles, en tant que « capital patient », à des valeurs de pérennité et de transmission. Du point de vue des politiques publiques, ils peuvent également exploiter certaines imperfections de marché, en supportant des risques à retour sur investissement long que ne peuvent pas assumer d'autres acteurs[2]. Enfin, du point de vue de la stabilité financière, un investisseur de long terme peut adopter un comportement de stabilisateur contra-cyclique[3]. Favoriser l'investissement à long terme est donc pour les pouvoirs publics un objectif légitime.

C'est notamment pourquoi les pouvoirs publics entendent favoriser les investissements en fonds propres. Ce type de financement facilite la prise de risque entrepreneuriale, ce qui dans un contexte de forte concurrence en matière d'innovation avec d'autres zones de l'économie mondiale sera bénéfique pour les *start-ups* mais aussi pour le tissu des PME-ETI, souvent décrites comme sous-capitalisées par rapport à leurs concurrentes européennes. Ces instruments apportent à leur tour possibilités de diversification et de rendement aux investisseurs.

Les cadres prudentiel et comptable actuels sont défavorables à l'investissement de long terme

Or, l'horizon des réglementations prudentielles et comptables s'est réduit, ce qui est défavorable à l'investissement à long terme. L'évolution des cadres prudentiel et comptable (passage de Solvabilité I à Solvabilité II, d'IAS 39 à IFRS9) est ainsi emblématique. En Solvabilité II, les assureurs détenant des actions cotées doivent supporter un choc au titre du risque de marché de 39% de leur valeur, et 49% pour les actions non cotées, ce qui est considérable par rapport aux autres classes d'actifs (25% pour l'immobilier, 10% pour du corporate à 10 ans noté A, 0% pour l'obligataire souverain), en raison de l'utilisation du modèle de VaR à un an qui privilégie par construction la prise en compte de la volatilité et du risque de marché

1/ Rapport du Forum économique mondial, janvier 2011, « *The future of long term investing* ».
2/ Conseil d'analyse économique, 2010, « *Investissements et investisseurs de long terme* », rapport n°91.
3/ FSB RCGE, « *Report on European Private Pension Schemes: functioning, vulnerabilities and future challenges* », octobre 2017.

à court terme. Ces modèles n'intègrent donc pas les comportements d'investissement à long terme des assureurs, alors que l'EIOPA estime la duration moyenne du passif des assureurs-vie européens à 14 ans. De manière plus générale, le cadre Solvabilité II présente un fort biais obligataire, reposant sur l'idée simple que l'assurance consiste à adosser des actifs et des passifs, sans voir que l'assurance a auprès des citoyens un rôle de collecte d'une épargne de prévoyance.

De même, la nouvelle norme comptable IFRS 9 a vraisemblablement dégradé le traitement des actifs détenus à long terme par les investisseurs institutionnels en ne permettant à ces acteurs de comptabiliser ces actifs, notamment les actions, au bilan sans impact immédiat sur le résultat (traitement dit OCI) que de façon très restrictive par rapport à ce qui était le cas dans la norme IAS 39 (approche dite AFS, qui permettait le recyclage des plus-values latentes pour lisser le résultat).

Les défis auxquels les économies française et européenne font face commandent de favoriser l'investissement à long terme

Les investissements de long terme en Europe ont reculé depuis la crise financière : l'investissement dans les infrastructures est inférieur de 20% à son niveau d'avant-crise, selon la BEI, en particulier les infrastructures sociales (l'investissement local en Europe a reculé de 12% entre 2008 et 2015) ; l'investissement des entreprises en R&D en Europe est structurellement faible par rapport à d'autres zones et un important déficit de financement existe par rapport aux Etats-Unis et à l'Asie en matière de capital-risque[4].

De même, on constate une tendance longue de déclin de la part des actions dans les bilans des assureurs, qui a commencé dès avant la mise en œuvre de Solvabilité II mais que le cadre Solvabilité II a confirmé et sans doute aggravé. Selon les données de la BCE, la part des actions a décliné fortement depuis 2008 en France, Allemagne, Italie et Espagne, pendant une période où les assureurs auraient dû s'investir plus dans des actions devenues bon marché et non adopter en la matière un comportement procyclique, puis trouver sur les marchés actions, redevenus porteurs, une source de diversification et de rendement en période de taux bas longs. Or, malgré l'épuisement progressif des plus-values latentes obligataires, on n'assiste pas actuellement à un retour massif des assureurs vers cette classe d'actifs.

Cette situation est préoccupante à l'heure où la digitalisation, le vieillissement de la population et la maîtrise du changement climatique appellent au contraire à une hausse durable de l'investissement à long terme afin de financer le soutien à la croissance potentielle de nos économies, notamment en matière d'actifs incorporels. Ceci doit appeler à une prise de conscience et à une réponse forte des autorités publiques.

L'épargne ne manque en effet pas : selon les données de la BCE, la zone euro est exportatrice nette d'investissements (directs ou de portefeuille) depuis 2015. De même, pour ne commenter que le cas français, les acteurs publics ou privés susceptibles de porter les investissements à long terme sont variés : Caisse des dépôts et consignations (430 Mds€ d'actif), Fonds de réserve des retraites (35 Mds € d'actif), caisses de retraites complémentaires et régimes complémentaires en capitalisation (160 Mds€), assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance (2100 Mds€ hors unités de compte), mais aussi les actifs réglementés dédiés au démantèlement des installations nucléaires (30 Mds€). A cette liste il convient d'ailleurs d'ajouter les Fonds de retraite professionnelle supplémentaire ou « fonds de pension à la française », récemment créés et appelés à connaître un certain développement dans le cadre de la réforme actuelle de l'épargne-retraite.

Les réformes actuellement engagées au plan national créent des incitations fortes en ce sens pour les épargnants

Les pouvoirs publics français se sont attachés à développer des produits d'épargne orientés à long terme, qu'ils s'adressent aux investisseurs de détail ou aux investisseurs professionnels. Ainsi, outre les avantages fiscaux accordés à l'assurance vie après huit ans, le PEA, qui finance en fonds propres le tissu productif, doit être détenu au moins cinq ans. Les fonds communs de placement à risque (FCPR), qui comprennent 50% de non coté, sont accessibles via le PEA-PME et dans une certaine mesure

4/ « Oser le long terme, Refonder l'investissement pour l'Europe de demain », Groupe de travail ILT de la place financière de Paris, 2018.

via l'assurance-vie. La modernisation et le développement de l'eurocroissance doivent permettre une alternative pertinente aux fonds en euros, permettant d'investir davantage en actions.

De même, la loi PACTE engage une réforme ambitieuse de l'épargne retraite, afin d'harmoniser les règles entre produits, les rendre portables, faciliter la sortie en capital pour les rendre plus attractifs, et enfin généraliser la gestion pilotée par horizon afin de mieux orienter cette épargne longue vers l'investissement productif.

Au plan européen, une meilleure adaptation du cadre Solvabilité II à l'investissement à long terme sera cruciale

Le patrimoine financier des ménages français est marqué par une demande de sécurité et de liquidité qui n'est pas spontanément favorable à l'investissement long. A la croisée de ces deux phénomènes, on trouve l'assurance-vie, qui représente la moitié de l'épargne financière des ménages. Le rôle des assureurs dans l'allocation stratégique du patrimoine financier des Français est donc central, vers une épargne de long terme. Hélas, ils ne sont investis qu'à 10% en actions : la réforme de Solvabilité II sur ce point est donc un chantier absolument crucial.

Les pouvoirs publics français font leur le mot de Jacques de Larosière : « les cadres prudentiel et comptable devraient reconnaître que le long terme n'est pas plus risqué, mais qu'il a simplement un profil de risque différent »[4]. Des avancées ont été enregistrées en ce sens avec la mise en place au plan européen dans le cadre de l'Union des marchés capitaux de calibrages prudentiels plus adaptés pour les infrastructures, titrisations STS et plus récemment, pour les assureurs, un abaissement des calibrages du *private equity* et de la dette privée et la création d'un portefeuille d'actions investies à long terme bénéficiant du même calibrage que les participations stratégiques (22%). Ces progrès ne concernent toutefois que quelques pour cent de l'actif des entités.

Il faut à présent être beaucoup plus ambitieux, en mettant l'investissement de long terme, demain, au cœur des règles prudentielles et comptables des acteurs concernés. Dans le cadre de la revue de la directive Solvabilité II, prévue pour fin 2020, les pouvoirs publics français plaideront pour la généralisation d'une approche faisant bénéficier les actifs détenus à long terme, tel qu'attesté par certains critères de détention, d'un calibrage allégé pour le risque de marché, reflétant la volatilité plus réduite de la détention de ces actifs. Les différentes niches de long terme existantes actuellement peuvent par ailleurs sans doute être unifiées dans un objectif de simplification. Enfin, eu égard à sa nature, cette approche de long terme à l'actif, si elle est compatible avec la gestion actif-passif de l'assureur, n'a pas besoin de – et serait handicapée par – un lien strict avec les passifs, et viendra utilement réduire le biais obligataire affectant le régime Solvabilité II.

S'agissant de la norme IFRS9, il ne s'agit pas de rediscuter le principe de la valeur de marché, mais bien de réexaminer les moyens d'atténuer les effets de la volatilité de certaines classes d'actifs sur le résultat des entreprises afin d'éviter des effets procycliques, alors même qu'IFRS 9 devrait devenir applicable aux assureurs européens à l'horizon 2022.

Au final, ce détour par l'investissement à long terme permet aux pouvoirs publics de mieux discerner les bonnes priorités pour une croissance durable et compétitive de notre économie. Une réglementation prudentielle qui prend mieux en compte le long terme et les actifs illiquides ; une fiscalité plus favorable à l'épargne longue et plus stable dans le temps ; le développement de produits et de fonds appropriés aux horizons de long terme ; au sein de la dépense publique, une priorité donnée à l'investissement long (infrastructures, actifs intangibles) ; des politiques volontaristes en faveur du financement en fonds propres ; le renforcement enfin de l'attractivité de l'économie française pour les investisseurs longs. ■

Monsieur RASPILLER est invité à la table ronde organisée par le Club du Haut de Bilan, le 8 juillet 2019 au Polo Club de Paris sur le thème : **Avec de nouvelles conditions macroéconomiques (Chine, États-Unis, etc.), comment financer l'avenir économique de l'Europe ?**

Plus d'informations sur le site : www.professionsfinancieres.com

REAXIS GROUPE

REAXIS accompagne ses **partenaires** dans la **gestion du risque client** depuis **30 ans.**

Loi Eckert - Loi Sapin 2 - KYC - Directive Crédit Immobilier - Loi Elan - Loi Alur...

ATER

Numéro 1 français de l'enquête civile, ATER recherche des personnes (physiques ou morales) dans le cas de déshérence ou de contentieux notamment.

PND DS

Mise à jour de bases de données clients (KYC). Solution complémentaire à celle d'ATER qui consiste en l'enrichissement de votre BDD ou CRM de façon automatisée.

Cofaris Evaluation

Société experte en Evaluation immobilière. Détermination de la valeur vénale ou locative d'un bien immobilier selon les normes d'évaluation européennes publiées par TEGoVA et par la RICS.

Leshypotheques.com

Service en ligne proposant un accès à la publicité foncière : état hypothécaire, analyse de l'état hypothécaire et acte de vente ou titre de propriété.

Oi2R

Spécialiste de l'enquête fraude à l'assurance. Oi2R vérifie la conformité des dossiers transmis par ses clients afin de déceler la mise en évidence d'un faisceau de présomption grave ou concordant.

6 sociétés
6 pôles de compétences

Conformité avec la législation de nos Clients

Conformité avec les obligations règlementaires de nos métiers & le RGPD

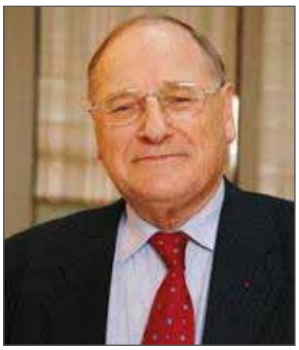
180 collaborateurs formés et experts dans leur métier

contact@reaxis-groupe.com www.reaxis-groupe.com 02 47 34 37 22

FIGEC

Parc d'Activités la Grange Barbier – 37 250 MONTBAZON

Les enjeux de l'investissement de long terme



Gérard de La MARTINIÈRE,
Président de la Task Force ILT de la Place de Paris

En 2011, la *Task Force* « ILT » réunissant les acteurs économiques et financiers de la Place de Paris intéressés par l'investissement de long terme (fédérations professionnelles, organisations diverses, entreprises et *think tanks*)[1], a publié un rapport dans lequel elle mettait en lumière les handicaps structurels ainsi que les obstacles réglementaires qui pouvaient freiner le développement de l'investissement au bénéfice de l'économie réelle. Ce rapport a contribué à faire émerger la problématique ILT en France et a préfiguré le Livre Vert émis en 2013 par la Commission européenne sur le financement à long terme de l'économie.

Or, force est de constater que les mises en garde formulées il y a huit ans restent malheureusement d'actualité : l'investissement de long terme (ILT) est crucial pour assurer une croissance dynamique, inclusive et soutenable en Europe et une politique volontariste en la matière reste d'une impérieuse nécessité pour remédier à une faiblesse persistante.

Notre instance de réflexion a donc jugé nécessaire d'appeler de nouveau l'attention sur les caractéristiques de l'investissement de long terme, maintenant que celui-ci a été clairement identifié par la Commission dont le mandat s'achève cette année comme faisant partie des priorités européennes (Livre vert, Union de marchés de capitaux, Plan d'investissement européen ou « *Plan Juncker* », etc).

On ne peut que constater que l'investissement européen reste en berne. Il ne s'est redressé que partiellement depuis la crise et le segment particulier du long terme reste très en deçà des besoins considérables que notre société et notre économie doivent satisfaire :

- enjeux climatiques (pour satisfaire aux Accords de Paris durant la prochaine décennie, l'Europe aura besoin d'au moins 180 Mds€ d'investissements supplémentaires) ;
- basculement dans l'ère numérique ;
- tendances démographiques et migrations ;
- mise à niveau de notre capacité de défense ;
- développement d'une société de la connaissance ;
- innovation et R&D ;
- besoins massifs de maintien, renouvellement et extension des infrastructures…).

Les nombreuses réformes engagées après la crise au nom de la stabilité financière ont eu pour résultat de pénaliser les investissements longs, et les « rustines » adoptées pour corriger ces effets indésirables n'ont eu finalement qu'une portée limitée faute d'une approche cohérente et complète de l'ILT.

1/ Association nationale des sociétés par actions (ANSA), France Invest (ex AFIC), Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2i), Association Française des Entreprises Privées (AFEP), Association Française de Gestion Financière (AFG), Bpifrance, Centre des professions financières (CPF), CNP, Confrontations Europe, Covéa, Groupe Caisse des Dépôts, EUROFI, Fédération Bancaire Française (FBF), Fédération Française de l'Assurance (FFA), Fédération Nationale des Travaux Publics (FNTP), Forum de l'Investissement Responsable (FIR), Mouvement des Entreprises de France (MEDEF), Paris Europlace.

C'est sur l'observation de ce paradoxe que débute notre rapport : alors que l'investissement de long terme est désormais un sujet reconnu comme stratégique par les décideurs politiques et économiques, alors même que de nombreuses mesures ont été prises au nom de l'investissement de long terme au cours des dernières années, le déficit d'ILT est persistant dans l'UE.

Les membres de la *Task Force* ILT de la Place de Paris ont voulu trouver une explication à ces questions alors que des échéances électorales importantes se profilent sur le vieux continent et que les citoyens vont être appelés à choisir les grandes orientations de l'Europe de demain.

Nos travaux établissant le constat d'un déficit d'investissement de long terme en Europe et inventoriant les mesures prises pour y remédier, il nous a paru utile d'analyser de manière holistique ce qu'est l'ILT pour en tirer un essai de définition opérationnelle :

« L'investissement de long terme est la stratégie de placement financier déployée par un opérateur, quel qu'il soit, disposant de ressources stables qui, à la fois, autorisent et nécessitent une allocation d'actifs susceptibles de produire un retour économique dans le temps ».

Sur la base de cette définition simple et complète de l'ILT que nous proposons, il nous semble possible de promouvoir un environnement réglementaire favorable en appliquant quelques principes simples :

1) Il convient avant tout de **replacer l'ILT au cœur des politiques publiques** – et cesser par la même de ne le prendre en compte que de manière accessoire, « après-coup », par le biais de régimes ad hoc d'exception qui ne traitent au mieux qu'une de ses dimensions, mais négligent toutes les autres.

2) Ce recentrage des politiques publiques sur la spécificité de l'ILT passe d'abord par **une mesure adéquate des risques et des rendements qui lui sont associés**, afin de rompre avec une approche financière dominante qui privilégie toujours par défaut le court terme, la valeur de marché, la désintermédiation et la liquidité instantanée.

3) A cette condition il devient possible de **s'appuyer sur la gestion actif/passif de long terme**, qui reconnaît pleinement la valeur de passifs stables et l'importance d'un horizon de gestion long et qui fait prévaloir le principe de continuité d'activité sur celui de liquidation immédiate.

4) Cette nouvelle approche doit s'accompagner de mesures permettant **de favoriser l'alignement d'intérêt des différents acteurs sur des objectifs de long terme** – l'ILT étant finalement l'affaire de tous : de l'épargnant à l'investisseur – en passant par toute la chaîne d'intermédiation – jusqu'à l'entrepreneur.

Ces principes devraient inspirer l'élaboration d'un corpus réglementaire approprié pour reconstituer la pleine capacité européenne d'investissement long, sans faire table rase de l'existant.

L'intérêt de cette approche est que nous pouvons, de manière pragmatique, décliner ces recommandations générales – qui dessinent les contours d'un environnement idéal – en fonction des réglementations en vigueur pour identifier les mesures qui, à court terme, pourraient être proposées pour rapprocher l'existant de l'idéal.

Mieux comprendre la spécificité de l'ILT et renouveler drastiquement son appréhension par la régulation publique en se fondant sur une analyse rigoureuse de la réalité du métier d'investisseur : là est à notre avis l'urgence pour l'Union européenne. ■

L'âge d'or du financement de long terme

David LE BRIS,
Toulouse Business School

Comprendre l'investissement de long terme implique, par nature, de se pencher sur la longue durée. L'histoire de la finance nous montre les activités qui ont pu trouver des financements à long terme notamment pendant une sorte d'âge d'or que fut le XIXème siècle. Quelques enseignements peuvent en être tirés pour aujourd'hui.

Le financement de long terme n'est pas une nouveauté. Au moyen-âge, les premières dettes des villes italiennes, gagées sur des revenus fiscaux, étaient perpétuelles. A Toulouse, les fameuses sociétés de moulins financent, grâce à des actionnaires, de lourds équipements qui ne trouvent leur rentabilité que dans la durée. Tout comme les étangs asséchés avec les capitaux de bourgeois de Béziers. A grande échelle, les rentes foncières connaissent très tôt une large diffusion. Un bien immobilier pouvait être vendu contre argent comptant ou contre un « loyer » perpétuel appelé rente. Ces rentes feront l'objet d'un actif marché pendant plusieurs siècles. Accusées de drainer l'épargne vers des investissement stériles, les rentes perpétuelles seront interdites sous la Révolution. Et c'est finalement l'Etat qui deviendra l'unique émetteur de titres perpétuels. A la suite du « milliard des émigrés », émis en 1825 sous forme de Rente 3% pour indemniser les propriétaires spoliés sous la Révolution, les emprunts d'Etat seront presque exclusivement émis sous forme de perpétuités pendant tout le XIXème siècle.

Ce siècle constitue d'ailleurs l'âge d'or du financement de long terme. Dès les années 1820, de multiples compagnies en charge de construire des canaux dupliquent les modalités des traités passés avec l'Etat. Elles émettent en bourse deux catégories de titres : des « actions d'emprunts », titres hybrides représentant une part de capital mais offrant un revenu fixe, qui sont remboursées par tirage au sort, et des « actions de jouissance » qui donnent seulement droit à partage des bénéfices après remboursement des premières. Ainsi, la compagnie des Quatre Canaux (Bretagne, Nivernais, duc de Berry et latéral à la Loire) prévoit dix années de constructions puis 35 pour rembourser les actions d'emprunts. C'est seulement après 45 années, et pour les 50 années suivantes, que les actions de jouissance distribueront les profits sous forme de dividende. D'importants montants de capitaux seront levés sous ces modalités mais la rentabilité ne sera pas au rendez-vous à cause de coûts d'expropriation mal maîtrisés et de la révolution technologique du rail.

Canal de la Nièvre

C'est avec les chemins de fer que le financement de long terme atteint une sorte d'apogée. Pour construire leurs réseaux, les compagnies émettent des actions mais surtout des obligations amortissables sur la durée de la concession soit autour de 90 ans ; les concessions avaient été accordées aux entreprises demandant la durée la plus courte avant restitution à l'Etat. Certaines de ces obligations seront garanties par l'Etat en contrepartie de financement de lignes secondaires à la rentabilité incertaine. Ces obligations seront très largement diffusées dans le public notamment grâce à leur vente et au paiement des coupons aux guichets des gares.

De multiples infrastructures seront financées sur ce modèle de concessions dans lequel la France excellera : les ports, la distribution du gaz, de l'eau et de l'électricité, les tramways... Il est à noter que ces entreprises amortissaient également leur capital (et pas seulement leurs dettes) sur la durée de la concession. Tirées au sort, les actions dont le nominal était remboursé se transformaient alors en actions de jouissance offrant un dividende plus faible et plus volatile.

L'immobilier est un autre secteur qui a pu être financé sur du long terme. Créé en 1852, le Crédit Foncier de France obtient un monopole des obligations garanties par des hypothèques. Il prête sur 60 ou 80 ans la moitié de la valeur du bien hypothéqué. Ces prêts sont financés par un montant strictement équivalent d'obligations ; la banque ne prenait donc aucun risque de transformation de ressources à court terme en prêts à long terme[1]. Ces prêts vont financer quasiment tous ces immeubles haussmanniens qui se dressent fièrement dans les centre villes français. Financer un immeuble sur 80 ans est cohérent avec la durée de vie de cet actif ; aujourd'hui les prêts dits immobiliers sont en fait plutôt des prêts à la personne. Le Foncier dupliquera ce modèle pour prêter aux collectivités locales afin d'équiper les nouveaux quartiers mais aussi pour construire les écoles élémentaires dont chaque commune se dote.

Cet âge d'or du financement de long terme prend fin en 1914. Depuis 1803, la valeur du franc est restée parfaitement stable en or. Et même, exceptée la période des assignats, depuis 1726 car le franc-or de 1803 avait repris le poids en argent de la livre tournois fixé au lendemain de la faillite du système de *Law*. Cet âge d'or est donc à prendre au propre comme au figuré. L'inflation qui apparait avec la guerre réduit fortement l'épargne mais, plus grave encore, ruine la confiance des épargnants. Malgré le retour de la paix, les émissions d'obligations à long terme sont de plus en plus rares. L'hyperinflation de la seconde guerre mondiale finit d'achever les velléités d'investissement à long terme. La dernière émission de rente perpétuelle par l'Etat date de 1949 mais elle trouve preneur uniquement parce qu'elle peut être souscrite en échange d'anciennes dettes reprises à bon prix. Le long terme disparaît car avec l'inflation, les épargnants fuient les titres en faveur de biens réels, de métaux ou de devises solides pour protéger leur épargne de la hausse des prix. Les émetteurs rivalisent d'ingéniosité pour rassurer les épargnants. L'Etat cherche à garantir les investisseurs en indexant ses emprunts sur l'or mais aussi sur la production d'électricité ou même les cours des actions. Symbolique de cette recherche d'indexation en biens réels, la SNCF émet en 1954 une obligation remboursée 1600 km et payant un intérêt de 65 km payables en bons-voyage ou en espèces.

Il apparaît donc qu'une monnaie stable est une condition pour le financement à long terme. Une monnaie stable est nécessaire pour que l'investisseur accepte de décaler très loin dans le futur son remboursement, voire se contente d'une rente perpétuelle. A l'inverse lorsque l'inflation sévit, personne ne souhaite s'engager au-delà de quelques mois[2]. Aujourd'hui, l'euro a de nombreux défauts, notamment celui d'empêcher les ajustements des différentiels de gains de productivité par les taux de change, mais il est suffisamment solide pour que le financement de long terme retrouve quelques adeptes. EDF ou Suez ont récemment émis des obligations remboursables dans près de 100 ans.

Toutefois tous les secteurs ne se prêtent pas au financement de long terme. Les exemples précédents montrent que sont toujours financés des actifs à durée de vie longue : des chutes d'eau pour les moulins aux concessions sur des décennies en passant par de l'immobilier de qualité. Cette durée de vie longue n'exclut pas le risque comme en atteste l'échec retentissant du Canal de Panama. Mais il est illusoire de compter sur des financements longs pour les activités innovantes sans actifs à vie longue. Les débuts de la révolution industrielle, l'automobile ou l'électricité se sont développés avec des financements d'autres types, souvent en dehors des marchés boursiers. L'autre caractéristique des activités trouvant des financements longs est la régularité des flux. Des actifs comme une aciérie ou une mine ont également des durées de vie très longue mais l'instabilité des revenus qu'ils génèrent ne permet pas d'attirer des capitaux à long terme. Le long terme a donc de l'avenir si ces trois conditions sont réunies : monnaie stable, actif à durée de vie longue et régularité des revenus. ■

1/ La banque finance aussi sur son capital des prêts jusqu'à 10 ans que la banque appelle « à court terme ».

2/ Du XIVème siècle à 1914, l'inflation fut en moyenne inférieure à 0,5 % par an contre 9% de 1914 à la création de l'euro.

NOS **ATOUTS**

EXPERTISE SECTORIELLE

Écoute et compréhension de la logique des entrepreneurs pour **un accompagnement en capital investissement minoritaire actif.**

RESSOURCES FINANCIÈRES ET RÉSEAU

Investissement de 1 à 50 M€ en fonds propres. Association avec les réseaux du groupe Crédit Agricole pour des solutions financières sur mesure.

ACCOMPAGNEMENT DANS LA DURÉE

Relation privilégiée et durable par un accompagnement des entrepreneurs à toutes les étapes de la vie de leur entreprise, et durée de l'investissement selon le plan de développement défini ensemble.

CHIFFRES **CLÉS**

ENCOURS SOUS GESTION
1,5 MD€

SOCIÉTÉS EN PORTEFEUILLE
87

INVESTISSEMENT PAR OPÉRATION COMPRIS ENTRE
1 ET 50 M€

FONDS AGROALIMENTAIRE
600 M€

FONDS VITICOLE
250 M€

FONDS GÉNÉRALISTE
350 M€

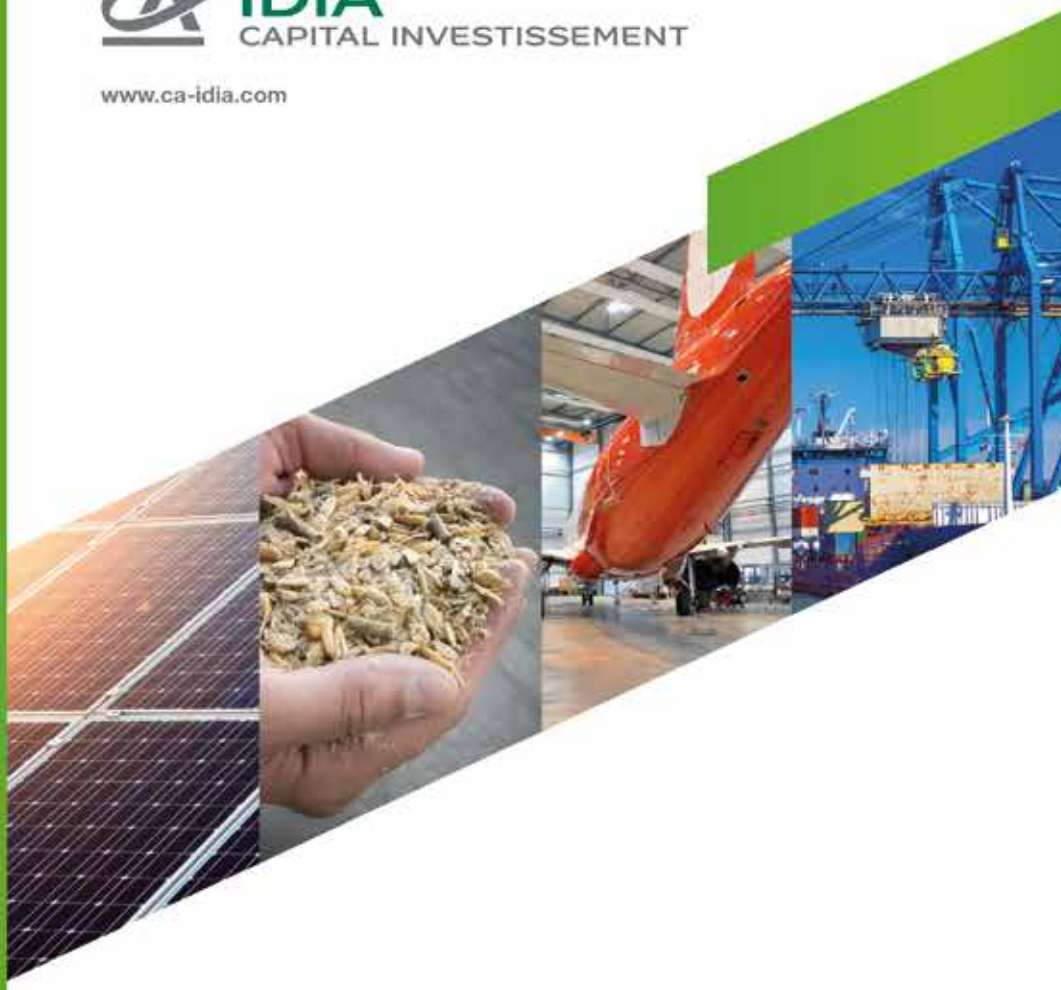
FONDS DE TRANSITION ÉNERGÉTIQUE ET AGROALIMENTAIRE
200 M€*

GROUPEMENTS FONCIERS
200 M€

** Levées de fonds en cours*

IDIA
CAPITAL INVESTISSEMENT

www.ca-idia.com



QUI SOMMES-NOUS ?

IDIA Capital Investissement est le spécialiste en capital accompagnement minoritaire actif au service des Dirigeants des ETI et PME.

Forte d'une expérience de plus de 30 ans dans les filières agroalimentaire et viticole, l'équipe d'investisseurs d'IDIA Capital Investissement intervient également dans des secteurs aussi variés que la Santé, les Énergies, l'Environnement, la Mer et le Tourisme.

IDIA Capital Investissement assure, par ailleurs, la gestion des groupements fonciers, forestiers et viticoles du groupe Crédit Agricole, ainsi que le suivi des investissements de Crédit Agricole S.A. dans des fonds spécifiques.

En 2019, IDIA Capital Investissement crée le 1er fonds d'investissement bancaire pour compte propre dédié aux transitions énergétique, agricole et agroalimentaire. Ce fonds est dédié à l'accompagnement :

- des entreprises de la transition énergétique,
- des coopératives et des entreprises agroalimentaires en transition,
- des entreprises à vocation de facilitation des transitions agricoles et agroalimentaires.

CAPITAL INVESTISSEMENT BY
GROUPE CRÉDIT AGRICOLE

IDIA est une Société de Gestion de Portefeuille agréée par l'AMF sous le n° GP-15000010 - Membre de France Invest
Retrouvez nos actualités sur https://www.linkedin.com/company/5205335 et @idia_ci - www.ca-idia.com

www.kazoar.fr - Crédits photos : Fotolia/Sudimir Jevtic, Fotolia/industrieblick, Fotolia/beketoff, Pixabay.

L'enjeu financier du démantèlement des centrales nucléaires

Rémi AUDOUIN,
Secrétaire Général,
EDF, Direction Financement & Investissements, Division Gestion d'Actifs Cotés

L'énergie nucléaire représente aujourd'hui environ 75% du mix énergétique français et devrait atteindre 50% en 2035 selon la Programmation Pluriannuelle de l'Energie. L'intérêt principal de cette énergie est d'être l'une des moins carbonées. Le rapport du GIEC d'octobre 2018 souligne logiquement que devant l'urgence climatique le nucléaire restera incontournable, et considère qu'il faudra en multiplier la puissance installée dans le monde par un facteur compris entre deux et cinq.

Si l'énergie nucléaire est indispensable dans la lutte contre le changement climatique, ses inconvénients sont également connus. L'un des principaux défis est le coût de démantèlement des centrales et du traitement des déchets. A ce jour, neuf centrales sont déjà en cours de démantèlement en France : principalement d'anciens modèles déployés dans les années 1960 reposant sur la technologie graphite-gaz mais aussi un modèle plus moderne, situé à Chooz dans les Ardennes qui repose sur la technologie à eau pressurisée, identique à celle des 58 réacteurs en activité. Son démantèlement est très avancé et devrait être achevé en 2022, soit 15 ans après son autorisation. Les 58 autres réacteurs subiront le même traitement après leur arrêt, prévu dès 2020 pour Fessenheim. Les produits irradiés à basse activité et/ou à durée courte ou moyenne sont stockés en surface par l'Andra, les déchets à haute activité et durée longue devant faire l'objet d'un stockage géologique à Bure à partir des années 2030.

L'ensemble de ces opérations sont financées par l'entreprise selon le principe du pollueur-payeur en vigueur en Europe et explicité en France par la loi du 28 juin 2006. Cette loi et ses textes d'application disposent que les opérateurs nucléaires doivent démanteler les sites en fin de vie dans un délai aussi court que possible et qu'ils sont responsables financièrement de la gestion des combustibles usés et des déchets. EDF y consacre déjà près de 400 M€ par an et inscrit au passif de son bilan une provision de 39,8 Mds€ fin 2018 pour couvrir les coûts futurs. La loi impose en outre que la part de la provision qui n'est pas directement financée par le cycle d'exploitation, soit 28,2 Mds€, doit être couverte par des actifs dédiés pour en garantir le financement à long terme. Si le taux de couverture passe sous les 100%, les ministres compétents fixent le délai de régularisation tenant compte des conditions économiques sans pouvoir excéder trois ans.

En pratique, EDF a amorcé dès 1999 la constitution d'actifs dédiés au financement des provisions nucléaires. La couverture s'est accélérée à partir de 2004 permettant l'atteinte de l'objectif de 100% de taux de couverture des provisions de long terme dès février 2013 en avance sur l'échéance légale de 2016. Les textes réglementaires définissent la liste des actifs éligibles et fixent un plafond sur le taux d'actualisation du passif. Ce cadre rigoureux est dans l'ensemble plus protecteur pour le contribuable français que celui de nombreux autres pays européens. En effet, comparée à ses voisins, la France est le seul pays qui impose à la fois la ségrégation et l'insaisissabilité totale des actifs, et qui laisse l'entière charge financière du démantèlement et du stockage à l'exploitant nucléaire.

Pour faire face à ces enjeux, EDF s'est doté d'une gouvernance solide mise en œuvre par des équipes spécialisées d'une quarantaine de salariés. La gestion actif-passif est contrôlée par un comité de suivi, émanation du Conseil d'Administration, et l'entreprise est épaulée par un comité d'experts indépendants, des professionnels expérimentés des marchés financiers. L'allocation stratégique des actifs repose sur des études conduites par la Division ALM (Asset-Liability Management, gestion actif-passif) à partir de simulations Monte Carlo sur un horizon de 10 à 20 ans. Ces études ont conduit à une allocation de plus en plus diversifiée tout en conservant une liquidité suffisante.

Ainsi l'allocation stratégique, validée par le Conseil d'Administration, cible environ un tiers de non coté (principalement des infrastructures, de l'immobilier et quelques fonds) géré par EDF Invest et deux tiers d'actifs financiers, gérés par la Division Gestion d'Actifs Cotés (DGAC). Le *benchmark* du portefeuille financier comprend 51% d'actions internationales (*MSCI World All Country* couvert à 50% pour les devises des pays développés), et 49% d'obligations de la zone euro, elles-mêmes composées à 60% d'obligations souveraines (benchmark FTSE EGBI) et à 40% d'obligations d'entreprises (*benchmark FTSE EuroBIG Corporate*). La partie emprunts d'Etats est gérée par la salle des marchés d'EDF en direct, les autres classes d'actifs étant confiées à des sociétés de gestion sous forme de fonds ouverts, de fonds dédiés ou de mandats. Comme on peut le voir, l'obligation de constituer des actifs dédiés a conduit EDF à développer une expertise forte et à devenir un investisseur institutionnel de long terme important de la place de Paris.

A ce titre EDF s'associe aux autres investisseurs institutionnels pour répondre à la Commission Européenne et à son conseil l'EFRAG, qui s'interrogent sur l'adaptation aux investissements de long terme de la nouvelle norme comptable IFRS 9 en vigueur depuis 2018. Cette norme impose par défaut de comptabiliser intégralement les variations de juste-valeur dans le compte de résultat annuel, contrairement à IAS 39 qui comptabilisait en résultat financier les plus-values réalisées mais pas les plus-values latentes. Cette nouvelle pratique induit une

volatilité considérable du résultat financier : à titre illustratif, une baisse de 10% de la valeur de marché du portefeuille coté d'actions et d'obligations d'entreprises aurait un impact d'environ 1,5 Md€ sur le compte de résultat, ce qui correspond *grosso modo* à l'indisponibilité de cinq tranches nucléaires ! Cela brouille la communication financière et conduit à pénaliser les entreprises vertueuses qui ont constitué des actifs de couverture par rapport à des opérateurs qui n'ont pas cette obligation dans d'autres pays.

Pour EDF, qui destine ses actifs dédiés à financer les charges de démantèlement et de gestion des déchets qui s'étaleront sur plus d'un siècle, cette volatilité de court-terme n'a pas d'intérêt : pour exemple, la mini-crise des marchés mondiaux fin 2018 a conduit à comptabiliser des moins-values importantes, mais a été déjà effacée par le rebond des marchés depuis. EDF plaide donc pour que les investisseurs de long terme, qui peuvent être caractérisés par exemple par la stabilité de leurs positions agrégées par classes d'actifs, puissent comptabiliser uniquement les plus-values réalisées en résultat financier comme précédemment, ou alternativement que les variations de juste-valeur puissent être comptabilisées de façon étalée sur plusieurs exercices. ■

L'investissement de long terme

Jean-Pierre HELLEBUYCK,
Vice Chairman
Administrateur
Non Exécutif
AXA INVESTMENT MANAGERS

L'investissement de long terme peut s'appréhender sous trois angles différents :
• Celui de l'économie et de l'intérêt général
• Celui de l'entreprise - émetteur
• Celui de l'investisseur - actionnaire - épargnant

1. Le point de vue de l'économie et de l'intérêt général :
Toute nation a un potentiel de croissance c'est-à-dire *in fine* d'augmentation du niveau de vie de sa population. L'objectif d'une bonne politique économique devrait être de chercher à l'augmenter.

Ce potentiel dépend de trois facteurs : le travail, le capital et le naturel.
Le facteur capital se renforce en fonction des investissements et de sa productivité.
Ceci ne peut se concevoir que sur la longue durée au delà de plusieurs cycles économiques.

Le montant des investissements ne peut être un facteur en soi, il est important qu'ils soient de qualité, que les orientations stratégiques et technologiques soient les bonnes.

Il faut donc veiller à disposer d'un grand nombre de décideurs autonomes, de façon à répartir les risques et diluer les erreurs. Les économies planifiées de l'époque soviétique ont clairement montré les dangers d'un unique décideur. Ces décideurs autonomes sont bien sûr principalement les entreprises qui constituent le tissu industriel et commercial du pays.

Mais ceci doit s'accompagner d'une pensée stratégique des orientations de long terme au niveau de l'Etat. On a sous nos yeux les impressionnants exemples américains (innovations) et chinois (infrastructures).

Il revient à l'Etat de veiller à l'existence d'un capital stratégique qui consolide et structure les fonds propres des entreprises de toutes tailles et leur donne les moyens de se développer et d'investir à moyen et long terme.

De ce point de vue, la France a négligé beaucoup trop longtemps le facteur capital et en conséquence n'a pas créé pas un environnement favorable à l'augmentation de son potentiel de croissance.

Le capital stratégique aurait pu se constituer à partir de fonds de pension. Mais ceux ci ont été rejetés avec constance depuis la fin de la seconde guerre mondiale, il est même devenu aujourd'hui presque incorrect de les proposer.

D'autres investisseurs institutionnels auraient pu prendre le relai, les compagnies d'assurance en particulier qui détiennent des passifs longs, mais celles-ci sont encore empêchées par la réglementation et ses contraintes en fonds propres.

Le produit phare de l'assurance, le fonds cantonné en euros, a longtemps cumulé une liquidité immédiate avec une garantie permanente du capital. Impossible dans ces conditions de penser à un investissement de long terme significatif en actions.

Enfin la France a privilégié pendant prés de 40 ans une fiscalité du capital punitive parfois confiscatoire qui a dispersé beaucoup de groupes familiaux et a rendu impossible l'apparition d'un vrai « *Mittelstand* » de type allemand, suisse, flamand ou nord italien.

Notre pays dispose néanmoins d'un dispositif de long terme avec l' actionnariat salarié. On estime qu'il y a 3,5 millions de salariés actionnaires de leur entreprise. Les sociétés du CAC 40 sont détenues à hauteur d'environ 3% par ceux-ci. L'ambition de la loi Pacte est d'atteindre 10% au global.

On aurait là enfin à terme un capital stratégique significatif original en Europe, adapté à la culture du pays.

Mais en attendant, il ne faut hélas pas s'étonner d'avoir vu partir en des mains étrangères beaucoup trop de fleurons, entre autres : Lafarge, Pechiney, Technip, une partie de l'ancien groupe Taittinger, le Club Méditerranée peut-être bientôt Essilor etc…

Récemment la presse se réjouissait de voir enfin une « licorne » française mais c'était pour annoncer aussitôt son rachat par un groupe américain !

Une vision du capital stratégique devrait se penser aussi au niveau européen. L'Union Européenne accuse en effet une certaine faiblesse dans l'investissement de long terme Ceci devrait être facilité par l'Union des marchés des capitaux et l'Union bancaire. Mais attention à ne pas reproduire le vice constitutif de l'euro : il faut construire ces édifices sur des fondements institutionnels solides.

2. Le point de vue de l'entreprise-émetteur :
L'investissement de long terme concerne évidemment l'entreprise. C'est le fondement de son développement et de sa survie.

Il est du devoir de ses dirigeants de penser à la pérennité de celle-ci. Il est vital de voir au-delà du cycle économique et/ou industriel et a fortiori de l'évolution trimestrielle du cours de bourse.

Les dirigeants doivent mettre en place une stratégie de long terme et son financement.

La rentabilité des capitaux investis combinée avec l'objectif de croissance déterminent l'autofinancement, le niveau du dividende compatible, et le recours éventuel à l'endettement et aux actionnaires. Ceci doit être pensé sur une longue période.

L'investissement de long terme va de pair avec le développement durable, il oblige au respect et à la protection des parties constituantes : les salariés et les actionnaires.

Les externalités doivent être prises en compte surtout celles relatives à l'environnement.

Ces obligations ont des conséquences sur la gouvernance avec l'existence indispensable de contre pouvoirs : président, direction générale, conseil d'administration, engagement et vote des actionnaires aux assemblées générales.

La fonction de président non exécutif dissociée de celle de directeur général est recommandée, car le président doit jouer un rôle essentiel.

Il lui revient de veiller à l'organisation du capital de l'entreprise et à la stabilité de ses grands actionnaires. Lui seul dispose du temps et de l'autorité nécessaires.

Il est impossible pour les dirigeants d'une entreprise de penser long terme en matière

stratégique et d'investissements s'ils ne peuvent compter sur le soutien durable de grands actionnaires. Le capitalisme familial dispose là d'un avantage considérable à condition évidemment de désigner des dirigeants compétents.

3. Le point de vue de l'investisseur-épargnant-actionnaire :
L'épargnant

Une règle simple pour déterminer le pourcentage en actions du patrimoine d'un épargnant consiste à prendre le chiffre 100 diminué de l'âge de l'intéressé. Le chiffre obtenu suggère le pourcentage de détention recommandé (cf Sharpe).

Formule simple d'allocation qui prend en compte le temps long, la relation entre l'actif et le passif.

Historiquement, la hiérarchie des performances des placements met au premier rang les actions sur une période de l'ordre de 15 à 30 ans. Mais il peut y avoir des exceptions, le Nikkei japonais n'a toujours pas retrouvé son niveau de fin 1989. Il est donc sage d'étaler ses investissements en action.

L'action constitue le véhicule de base de l'investissement de long terme.

C'est un actif qui a une volatilité forte sur le court terme mais celle-ci décroit ensuite avec le temps pour devenir inférieure à celle d'une obligation.

Si l'on en revient à Sharpe et que l'on prend en compte l'âge moyen des français de 42 ans, on arrive à un pourcentage souhaitable de 58% de détention en actions. On en est évidemment très éloigné puisque la réalité est de l'ordre de 11% du patrimoine brut contre 58% pour l'immobilier.

Le patrimoine financier se situe autour de 40%, on remarque que les actifs liquides sont à même hauteur que les actions à 11% (source INSEE) l'assurance vie est à 16% principalement dans les fonds en euros à caractère obligataire.

L'allocation d'actif des patrimoines français n'est pas aujourd'hui optimale dans une optique de moyen long terme. Elle ne permet probablement pas d'envisager sur la durée une protection et une valorisation adéquate.

On pourrait bien sûr envisager pour l'investissement à long terme les emprunts d'Etat mais que peut-on attendre aujourd'hui d'un taux de 0,35% sur l'OAT à 10 ans tandis que l'inflation s'établit actuellement à 1,3% ?

L'investisseur

On a déjà suffisamment développé que l'action est l'investissement de long terme naturel et que son horizon de placement se chiffre en années.

Mais attardons-nous plutôt sur les conditions nécessaires pour qu'une gestion action soit performante, capable de battre les indices.
L'observation des philosophies et processus d'investissement des bonnes gestions fait ressortir systématiquement les caractéristiques suivantes :

- Gestion de conviction
- Détention longue
- Faible rotation des portefeuilles
- Analyse financière et extra financière sur longue durée. Suivi régulier de l'entreprise.
- Concentration sur un nombre limité de lignes
- Faible réplication des indices.

L'investissement de long terme est la base d'une gestion action de qualité, elle passe par une bonne sélection et une parfaite connaissance des sociétés qui composent le portefeuille. Ce qui permet une faible rotation, peu coûteuse.

Conclusion
Cette réflexion sur l'investissement de long terme m'a fait penser au titre du plan stratégique de l'AMF en 2013 au lendemain des crises de 2007 à 2011 : « redonner du sens à la finance ». Car il me semble que l'investissement de long terme est précisément ce qui donne tout son sens à la finance. ■

L'investissement de long terme

un *input* majeur de l'économie et l'*output* d'un processus clé chez l'investisseur institutionnel

Mireille AUBRY,
Responsable Groupe Veille et Normes Prudentielles, Direction des risques, COVEA

L'investissement de long terme : *un input* majeur de l'économie

Les assureurs et autres grands investisseurs institutionnels participent massivement au financement de l'économie et à l'accumulation de capital, source de croissance endogène.

Grâce à son rôle direct mais aussi indirect à travers les nombreuses interactions et autres externalités positives générées, l'accumulation de capital dans ses différentes formes (technique, technologique, humain, public) est à la source de la croissance économique autoentretenue (théories de la croissance endogène : cf. Paul ROMER, Robert LUCAS, Robert BARRO) où l'investissement est source de productivité, la productivité source de croissance, elle-même source de richesse et de réinvestissement.

Nous comprenons également à quel point l'économie, avec ses multiples composantes, forme un ensemble vivant fait d'interdépendances et de réactions en chaîne où la croissance amène le progrès qui va se diffuser partout et rétroagir. Il s'en suit par exemple qu'il est artificiel de vouloir isoler certains éléments comme la recherche-développement, les infrastructures, l'éducation, pour les caractériser d'ingrédients plus « long termistes » de l'économie que d'autres alors que tous les ingrédients et en particulier l'investissement physique et technologique concourent à une synergie d'ensemble. Tous les ingrédients sont répartis à de nombreux niveaux dans l'économie et chez de nombreux acteurs : ils ne sont pas l'apanage du public ou du privé, d'un type d'entreprise ou d'une taille et encore moins d'un type de secteur. L'innovation par exemple apparaît dans de nombreux domaines et se diffusera ensuite dans toute l'économie. La valorisation exagérée et dans une approche exagérément compartimentée conduit à des bulles (cf celle d'Internet en 2000) ou à des impasses (cf. l'éviction de Nokia ou Ericsson de leur position de leaders mondiaux) qui ne préparent pas un long terme équilibré et durable. ***Le « long-termisme » appartient au vaste ensemble intriqué que représente l'ensemble de l'économie de marché à condition qu'il y ait du capital pour l'alimenter et permettre à cette économie de perdurer et croître.***

L'investissement de long terme : l'*output* d'un processus clé chez l'investisseur institutionnel

S'il apparaît extrêmement important de relever l'importance de l'investissement de long terme dans l'accumulation de capital au sein de l'économie de marché (voir ci-dessus : L'investissement de long terme : un *input* majeur de l'économie), il est tout aussi essentiel d'en comprendre les ressorts chez les pourvoyeurs que sont les investisseurs institutionnels afin de n'en pas entraver voire bloquer le fonctionnement.

Pour comprendre le processus à la source de l'investissement de long terme chez les investisseurs institutionnels, ***nous souhaitons nous appuyer sur la définition proposée par le récent rapport de la Task Force Investissement de Long-Terme intitulé « Oser le long terme : refonder l'investissement pour l'Europe de demain »***. Après avoir soigneusement explicité la dynamique à la source de l'investissement de long terme et en particulier repoussé les mauvaises descriptions et autres interprétations hâtives ou partielles de ce processus constitué de nombreuses actions et tâches, les auteurs ont dégagé la synthèse suivante :

« L'investissement de long terme est la stratégie de placement financier déployée par un opérateur, quel qu'il soit, disposant de ressources stables qui, à la fois, autorisent et nécessitent une allocation d'actifs susceptibles de produire un retour économique dans le temps ».

La notion de retour économique attendu dans le temps est essentielle et elle est fondée sur une attente liée au rôle de l'investissement de long terme dans l'économie (voir ci-dessus : L'investissement de long terme : un *input* majeur de l'économie) qui :

- autorise l'attente d'un rendement du fait de la croissance économique générée d'une part ;
- attend ce rendement dans un temps long qui commence aujourd'hui et se renouvellera, du fait de la permanence du rôle de l'investissement de long terme dans le financement de l'économie d'autre part.

La définition de l'encadré ci-dessus présente l'immense mérite d'être synthétique et générique, applicable quel que soit l'acteur source de l'investissement de long terme. ■

Le cas particulier des assureurs dommages

La définition présentée dans l'encadré ci-dessus est générique et montre bien que si la gestion d'actifs à long terme ne doit pas être vue comme l'apanage d'une catégorie particulière d'acteurs, il est bien stipulé qu'il faut à tout le moins que l'investisseur dispose de **ressources stables.**

Ainsi, notons que les assureurs dommages disposent de ressources stables puisqu'ils vendent des contrats d'assurance pour lesquels ils disposent des primes avant de payer les sinistres (cycle inversé de production). De plus, ces contrats ne sont pas rachetables par les assurés et sont en très grande majorité renouvelés à échéance annuelle. Les passifs sont donc stables et les assureurs dommages investissent à long-terme et sont de gros investisseurs en actions. À cela s'ajoutent des montants de fonds propres dans leurs bilans très significatifs représentant une proportion des ressources au passif souvent supérieure aux engagements d'assurance eux-mêmes. Les fonds propres sont aussi des ressources particulièrement stables.

La stratégie de placement financier déployée

La stratégie de placement financier déployée est ancrée sur une politique de gestion actif-passif qui pilote le risque de désadossement entre les investissements et les engagements ainsi que le rendement à attendre. Les politiques de gestion des risques et d'investissement concourent à la gestion du portefeuille d'actifs et fixent des limites de risque sans remettre en cause la perspective de long terme de l'investisseur.

Les actions de gestion sont très nombreuses et participent à la surveillance permanente des indicateurs micro et macroéconomiques indiquant les rebalancements en permanence à l'œuvre dans une économie vivante et traçant continûment les nouveaux chemins de la croissance.

Une allocation d'actifs susceptibles de produire un retour économique dans le temps

En pratique, la gestion d'un investisseur institutionnel cherchant à optimiser sa performance à long terme vise à capter les primes de risque et d'illiquidité en optimisant les effets de diversification entre les catégories d'actifs et dans le temps.

Ainsi, « le risque majeur attaché à son investissement n'est pas un risque de marché mais un risque plus économique : il résulte de l'aléa sur les rendements attendus bien plus que du risque sur le prix des actifs sous-jacents ».

Capter correctement le retour économique dans le temps et le profil de risque grâce à un référentiel comptable et prudentiel avec des règles adaptées

L'élément clé qu'un référentiel comptable doit pouvoir capter est le retour économique dans le temps de l'investissement de long terme à travers la juste répartition (ou combinaison) des éléments de valorisation entre le résultat annuel d'une part et le bilan en valeur de marché d'autre part.

De leur côté, les règles prudentielles peuvent s'appuyer sur la mesure des risques à un an à condition d'en évaluer l'impact réel sur les fonds propres **net** des actions de gestion de l'investisseur en continuité d'activité.

US dollar as a dominant currency: implications for multi-currency risk management

Thierry APOTEKER,
Chairman,
TAC ECONOMICS[1]

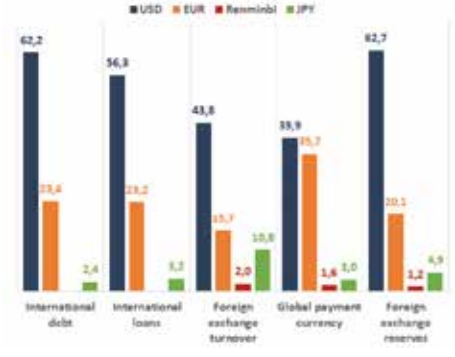
Sandrine LUNVEN,
Senior Economist,
TAC ECONOMICS

1/ TAC ECONOMICS is an independent research group focusing on international economic and financial issues – more info at www.taceconomics.com
2/ This note is derived from a presentation made at the 10th Annual Meeting of Debt and Currency Professionals, Paris, February 19, 2019

The dollar remains the world's dominant currency, as shown by its place and weight in financial operations or trade transactions. When translated into exchange rate movements across a large number of different currencies, this dominance is statistically confirmed with a driving role of USD movements for most if not all currencies. But this domination is heterogeneous, by country as well as by time-periods. For large companies managing a multi-currency exposure, the role of EUR/USD management is therefore both central and insufficient, particularly in a context of more frequent currency shocks[2].

Dominant role of the US dollar: evidence and statistical findings

The dominant role of the USD has been much analyzed and documented. The primary metrics for the various role of potentially "international" currencies include share in official foreign exchange reserves, in capital market operations, in transaction and in trade. On all front, the USD share is massively dominant, with an ambiguous exception for transactions: here the fact that intra-Euro Zone transactions are still registered as international transactions provides an artificial boost to the Euro's share.



Role of international currencies. Source: ECB

We conducted an econometric analysis on 103 currencies, with movements of each country's exchange rate against a "neutral" currency (here, the CHF) explained by changes in international currencies' exchange rate against the same neutral currency. The basket of international currencies includes USD, EUR, GBP, JPY and CNY, and the computation is made over two sub-periods, one from 2000 to 2008, the second from 2010 to 2018.

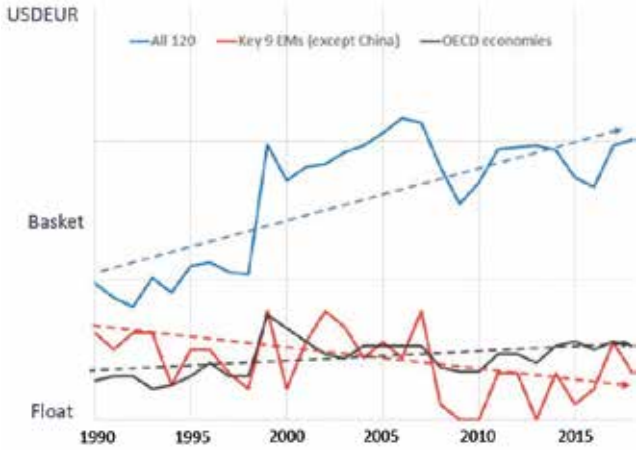
The results show a very clear reinforcement of the dominant role of the dollar since the European crisis of 2010, whereas the previous period had seen a rebalancing of the roles. Since 2010, 81% of exchange rates are significantly influenced by the USD, while only 42% are influenced by the EUR. All non-USD currencies have seen their role and influence decline over the past 8 years.

	2000-2008	2010-2018
USD	61%	82%
EUR	60%	42%
GBP	26%	17%
JPY	47%	12%
CNY	41%	24%

% of exchange rates (on a total of 103) with a statistically significant role of a « driving international currency ». Source: TAC ECONOMICS

We complement this econometric analysis with a more complex observation and quantitative assessment of countries' exchange rate regime, i.e. what is the de facto policy in a large range from fully floating to fixed / pegged exchange rates.

The technique used identifies the driving forces among USD, EUR and CNY for all different regimes. The exercise is conducted on 120 different countries and exchange rates. Results confirm a trend of increasing influence of the USD in most semi- floating regimes, though not for the other international currencies where the "floating" regime has been more flexible and less driven by USD broader movements.



Trend in exchange rate regimes: reinforcement of the number of currencies aligned on the USD/EUR.
Source: TAC ECONOMICS

Changing correlations over time and by country / currency

Finally, we observed time- and country- specifics in the relation to the USD. We took a sample of 18 bilateral exchange rates (16 EM, plus EUR and JPY) against the USD and computed rolling correlations across all exchange rates on different sub-periods since 2000. We derive a couple of simple but robust conclusions from this computation.

- Splitting the whole period into two similar sub-periods centered around the global financial crisis, we observe a confirmation of the increasing role of the USD, with the matrix showing high positive correlations in 2009-2018, though the CNY (China), MXP (Mexico), ZAR (South Africa), KRW (South Korea) and JPY (Japan) showed lower or negative correlations during the pre-crisis period;

- Focusing more on the recent period and changes in correlations since 2014, we observe significant changes on 2-year windows: in particular, the more turbulent 2015-2016 time-window shows correlations across exchange rates that are high but both positive and negative, suggesting larger differences during more uncertain economic outlook and higher global risks. Conversely, the relatively "positive" mood and favorable macro-performances in 2016-2017 have induced a re-correlation movement and a greater role of the USD in overall exchange rate dynamics worldwide. Overall, the trend since 2014 is one of lower but same-direction correlation after periods of much higher but more diverse correlation factors. Indeed, the latest matrix (2017-18) shows more general positive but lower correlations across currencies.

- Some countries have remained more "independent" from the USD (or more dependent to other factors, e.g. China or commodity prices), notably Brazil, Russia, South Africa and Japan.

Implications for currency management

The dominant role of the dollar mechanically indicates that EUR / USD remains central for all FX exposure, including other mature currencies and emerging markets.

It is not enough, given the variations between countries and by period of the economic and financial cycle. A central issue is the ability to neutralize non-EUR / USD risks through a currency portfolio: it is possible, but very dependent on the portfolio.

The period is conducive to unanticipated shocks or sudden and possibly systemic breaks: geopolitical context, currency divergences, systemic and cyclical uncertainties, political issues in the «heart» of the international monetary and currency system, untested monetary policies are all factors able to create immediate currency turbulences, all the more so if preceded by currency misalignment.

- Changes in the «macroeconomic exchange rate regime» becomes more frequent on the EUR / USD rate, with rapid oscillations between financial regime versus economic regime.

- Increased risk of sudden depreciation in some emerging countries, with strong differentiations by country / geographical area and complex contagion effects. ■

Évaluation d'une *start-up* et valorisation du capital immatériel

Bernard ATTALI,
Président du cabinet Gouvernance et Valeurs, Conseil - Expert Financier, Chargé d'enseignement à la Faculté de Droit et d'Économie de Paris Descartes, Membre des Jury d'Examens d'Expertise Comptable

L'appellation *start-up* vient de l'anglais et signifie « démarrage » ou « débuter ».
Ainsi, une jeune pousse peut être définie selon trois caractéristiques :

- une société récente, ce qui correspond en général aux cinq premières années ;
- un potentiel de croissance élevé passant éventuellement par un développement à l'international ;
- l'existence d'une innovation technologique, parfois associé à un business model disruptif.

Toutes les jeunes pousses sont soumises à une contrainte de temps et d'argent.
La contrainte de temps se traduit par l'obsolescence de l'innovation et par un manque de visibilité sur l'avenir ; pour surmonter cette contrainte, la *start-up* est réactive et agile. Sans aucune antériorité, les financeurs et les investisseurs potentiels perdent leurs repères car une jeune pousse est, en principe, unique en son genre.
À cette contrainte, s'ajoute une contrainte monétaire. C'est la raison pour laquelle, communément, l'unité de valeur des projections de trésorerie de ces sociétés se mesure en nombre de jours de rythme moyen de consommation des capitaux (ratio de « *burn rate* ») et non en unité monétaire. Investir dans une *start-up* devient ainsi un pari et une course contre la montre !
Les créateurs ont en général peu de ressources financières – d'où la faiblesse du capital social de la plupart des *start-up* –, mais beaucoup d'idées (ce qui explique leur valeur potentielle). Se pose alors la question de l'évaluation financière. Mais, es méthodes traditionnelles d'évaluation leur sont-elles applicables ?
En phase d'amorçage, une *start-up* se résume à un centre de coûts. L'innovation est donc à l'origine de la *start-up* qui repose sur des actifs immatériels.
Le capital immatériel regroupe les éléments suivants :
Le capital Client
Le capital Humain
Le capital Organisationnel
Le capital des Systèmes d'information
Le capital de Savoir
Le capital de Marque
Le capital Partenaire
Le capital Actionnaire
Le capital Sociétal
Le capital Nature

Les limites des méthodes traditionnelles d'évaluation appliquées aux *start-up*

Les valorisations d'entreprises classiques reposent principalement sur des états financiers. Ces méthodes sont difficilement applicables aux *start-up* car par définition, les startups ont peu ou pas de track–record.
Aussi, au moment clé de la vie d'une *start-up* (levée de fonds, entrée de nouveaux associés, négociations de financement avec les banques), l'évaluation de ce capital immatériel est fondamental dans l'appréciation du potentiel et des performances futures de cette *start-up*.
Cette problématique de l'évaluation du capital immatériel ne se limite pas à un débat entre spécialistes de l'analyse financière et des méthodes d'évaluation. Elle revêt désormais une dimension sociétale. En effet, avec la montée de l'intelligence artificielle et de la robotisation, de plus en plus les emplois salariés devraient disparaître dans les années à venir et seront probablement remplacés par des emplois indépendants avec un vecteur prioritaire, les *start-up*.
Si l'on souhaite faire de la France la *start-up* nation et que nos jeunes pousses ne s'exilent pas, cette question de la valorisation des *start-up* et de l'évaluation du capital immatériel revêt pour la France une importance stratégique. Cette importance n'avait pas échappé aux pouvoirs publics car dès 2010 à la demande de Christine LAGARDE, Ministre de l'Economie et des Finances, le groupe de travail Thésaurus-Bercy a été créé.
Il importe désormais que ces méthodes soient largement diffusées au sein de la communauté financière et notamment auprès des investisseurs (banques de réseau, institutions financières spécialisées). ■

L'investissement long terme et son financement

Thierry DECKER,
Directeur Interrégional Fonds Propres Réseau Sud à la BpiFrance

Comment définir la notion d'investissement long terme ? Comment qualifier le long terme ?
Suivant que l'on soit une entreprise spécialisée dans le soft, une entreprise industrielle, un décisionnaire de projets d'infrastructures (routes aéroports…), la notion de long terme est-elle identique ?

Le financement des infrastructures répond à des critères propres. Ceux-ci peuvent s'éloigner de contingences purement financières pour prendre en compte des notions d'aménagement du territoire ou de service public. Les projets disposent de leurs propres sources de financement, liées à l'impôt, ou provenant d'acteurs institutionnels.

Mais qu'en est-il des entreprises ?
Nous vivons dans un monde où tout s'accélère, la notion du temps évolue tout comme celle des marchés. Lors de la présentation du premier iPhone en 2007, peu nombreux étaient ceux qui pouvaient entrevoir la globalité des impacts qu'aurait cette innovation sur nos comportements et en particulier sur nos modes de consommation. Comment imaginer que bien au-delà de la simple commande d'un taxi, l'arrivée d'Uber allait transformer et remettre en cause les investissements que l'on pensait hier encore adaptés. Il en est de même pour la grande distribution, obligée de repenser son concept de surfaces démesurées en périphérie des villes, face à l'arrivée de nouveaux concurrents que sont les plateformes de vente sur internet.

Ces évolutions ou révolutions ont une influence directe sur les financements des investissements pour les entreprises et les financiers : elles ont renforcé certains critères d'analyses nécessaires aux décisionnaires. La notion de durée déjà intégrée dans les décisions de financement a été renforcée : Comment va évoluer le marché de l'entreprise ? Comment cette dernière est-elle positionnée sur son marché ? Sa R&D est-elle performante ? Quels sont les délais pour accéder au marché ? Quel est l'obsolescence de l'investissement ?

Si l'on se place dans une optique purement financière, la notion de durée et de risque sont intimement liées.

Il convient en effet d'analyser le délai de retour sur investissement. Les problématiques des financiers sont alors les suivantes :

Combien de temps suis-je capable d'immobiliser le capital ? Quels sont les flux liés au financement ? quel est le coût de ma ressource ? Quelles sont mes contraintes de rendement ?

Selon que l'on soit prêteur ou investisseur, les visions peuvent diverger.

Les conditions financières doivent tenir compte du coût de la ressource et du coût du risque. Celui-ci doit être rémunéré et doit intégrer les capacités de récupération de la créance en fonction des montages et des garanties obtenues.

Si l'on est prêteur, en période normale de courbe des taux, plus la durée est longue, plus le taux appliqué au financement est élevé car il tient compte du coût de la ressource.

Si l'on est investisseur, les montages réalisés impliquent des rendements élevés, et la durée est souvent dictée par la thèse du fond et sa durée de vie.

Comme nous l'avons vu, la durée est un facteur aggravant du risque, outre le fait d'immobiliser du capital sur du long terme, le risque du prêteur ou de l'investisseur est accru du fait des aléas de marché ou d'obsolescence. Suivant que l'on soit préteur ou investisseur, l'analyse peut être différente. Un prêteur peut espérer être remboursé par l'entreprise, si celle-ci est capable de générer une CAF suffisante au remboursement de ses emprunts et ce malgré un investissement inapproprié. L'investisseur lui n'est pas certain, même en cas de pérennité de l'entreprise, de pouvoir réaliser un profit si la création de valeur est insuffisante. Il risque même de ne pas pouvoir céder sa participation.

La garantie est un élément qui influe de façon significative sur le taux d'un financement. Ainsi ne on ne peut pas appliquer un taux identique au financement amortissable d'un bien corporel garanti par un nantissement, un gage ou une hypothèque et à du capital, un prêt in fine ou des obligations non assorties de garanties.

Ces notions sont importantes car ce sont des éléments qui vont permettre d'orienter les décisions, de construire le plan de financement et dans certains cas, d'effectuer les arbitrages entre le crédit et les fonds propres.

Si l'on se place du point de vue de l'entreprise, comment analyser de façon synthétique les options relatives aux financements long terme de ses investissements ?

Il convient, dans un premier temps, de les classifier en fonction de la durée et des éventuelles garanties proposées. Plus la durée est longue, plus l'investissement risque d'être délicat à financer et plus celui-ci devra présenter de bonnes garanties.

Si c'est le cas et si l'entreprise est raisonnablement endettée, le recours à l'emprunt sera généralement privilégié. En revanche face à des investissements incorporels et, qui plus est, sur des durées moyennes ou longues le recours à l'emprunt est plus délicat. C'est fort de ce constat que Bpifrance propose des produits répondant à ce type de problématiques. L'établissement peut garantir les banques et proposer des financements spécifiques à l'innovation. En outre Bpifrance dispose de concours, les contrats de développement et les prêts croissance qui permettent de financer sans garantie et avec un différé d'amortissement ce type de besoin.

Mais bien souvent il sera nécessaire de renforcer le haut de bilan par des fonds propres. Le recours à ce type de financement a de multiples avantages. Il permet de maintenir de la ressource stable dans l'entreprise, limite l'impact du coût financier sur la trésorerie de la société et améliore la résistance aux crises. L'amélioration de l'indépendance financière permet des prises de décisions plus rapides et la saisie des opportunités lorsque celles-ci se présentent. Le renforcement du haut de bilan conduit à présenter à l'environnement une surface financière structurée et solide, permettant d'asseoir la confiance et facilitant l'intervention des financiers de bas de bilan.

Il est plus aisé d'aborder le long terme dans une entreprise et de financer les investissements nécessaires à son développement avec une structure bilantielle équilibrée et solide. Reste à ce que cet équilibre puisse être aussi constaté dans la gouvernance de la société. Il convient pour se faire d'être particulièrement attentif au choix de l'investisseur financier, mais cela ouvre un autre débat. ■

IRM | institut du risk management

Organisme de formation filiale de l'Institut des actuaires

« Les formations donnent des "points PPC" aux actuaires qui y assistent »

Toutes les informations sur **www.institutdesactuaires.fr**

Contact : Alexandra Glemée,
Responsable de l'ingénierie et du développement de la formation
Tél : 01 44 51 72 77

Datadock CERA Global Association compte personnel de formation

Où sont les investisseurs de long terme ?

Philippe DESFOSSÉS,
IIGCC advisor et ancien directeur de l'ERAFP

Nous vivons une situation paradoxale. Grâce aux politiques monétaires non conventionnelles des banques centrales, il n'y a jamais eu autant de liquidités dans l'économie et pourtant on ne constate pas de véritable reprise de l'activité, de l'investissement ni de l'inflation. Le dernier point mérite qu'on s'y arrête car s'il n'y a pas d'inflation au sens où nous l'avons connue au temps où on nous enseignait la courbe de Philipps, on ne peut ignorer l'inflation du prix des actifs. Sans doute par ce que notre capacité à nous adapter à des changements d'états violents explique notre résilience nous avons fini par oublier que la situation actuelle est non seulement intenable mais nous éloigne chaque jour davantage de ce qu'on appelle l'économie de marché.

Le fait même que des investisseurs achètent des actifs dont ils savent dès l'achat qu'ils vont leur faire perdre de l'argent devrait pourtant nous interpeler. Comment peut-on acheter une obligation dont le rendement nominal est inférieur à l'inflation anticipée quand il n'est pas tout simplement négatif comme c'est le cas pour une partie des titres souverains de la zone euro. On pourrait par ailleurs aussi se demander si la combinaison de la gestion indicielle, de la régulation prudentielle et de la politique de *quantitative easing* (les banques centrales décident de ce qui est ou pas éligible à leur programme d'achat) contribue à une allocation optimale du capital. Dans une économie où le signal prix que le taux d'intérêt est supposé jouer n'est plus là on peut en douter…

Pourtant les besoins sont immenses pour financer la sortie d'un modèle économique condamné, parce que non soutenable, et la transition vers un monde plus respectueux des hommes et des femmes et de leur environnement et l'adoption de modèles d'affaires plus justes et inclusifs et moins intenses en carbone. On sait par ailleurs, que tous les pays, à des degrés divers, vont devoir gérer la pression exercée par l'accroissement de l'espérance de vie sur les régimes de retraite. Dans cette perspective, adosser pour partie le financement de la transition au financement des retraites présente un fort intérêt.

En commençant par le commencement qu'est qu'un investisseur de long terme ? C'est quelqu'un dont les engagements, par leur nature, lui permettent de l'être. Est-ce suffisant ? Non et nous en avons malheureusement tous les jours la preuve.

Les régimes de retraite prés financés parce qu'ils inscrivent à leur passif des promesses de très long terme (i.e. la promesse de payer une rente viagère) génèrent mécaniquement de l'épargne à très long terme. Il s'agit bien d'épargne puisque les cotisations sont des prélèvements sur les salaires et revenus. Il serait donc utile et logique de diriger ce capital patient vers le financement de projets eux-mêmes à très long terme comme les infrastructures nécessaires au déploiement à l'échelle souhaitable des énergies renouvelables, de la mobilité et de l'économie circulaire. De fait, ce n'est pas ce qu'on voit et pire on peut même constater que certains de ces « investisseurs de long terme » réalisent une transformation inverse : utiliser une forme d'épargne à très long terme (des engagements à très long terme) pour investir dans des actifs dont la duration est trois ou quatre fois plus courtes.

Comment une un tel gaspillage est il possible ? En fait, la principale cause est bien connue, même si de manière un peu déprimante, on ne voit pas trop ce qui pourrait permettre de sortir de cette situation. Encore récemment, un magazine dédié aux professionnels publiait un article signalant que le Fonds Norvégien (NBIM) avait perdu 18 Mds € sur son portefeuille actions au cours du dernier semestre 2018. Bien évidemment NBIM n'a jamais perdu 18 Mds € au cours du dernier trimestre. En fait la valeur de marché de son portefeuille actions a pu baisser de 18 Mds € (à rapporter à un

actif qui oscille entre 900 et 1000 Mds €…). Comment peut-on espérer encourager les administrateurs des fonds de retraite préfinancés à investir davantage en actions quand ils lisent dans la presse professionnelle que l'on peut « perdre » autant d'argent. Cette confusion est malheureusement totalement cohérente avec une approche prudentielle qui considère que la volatilité de la valeur de marché d'un actif est un bon indicateur de risque sans prendre en compte la durée pendant laquelle il peut être détenu en cohérence avec les engagements de passif de celui qui l'a acheté. Cela a-t-il le moindre sens de continuer à calculer une VAR à un an pour des régimes dont la duration de passif est proche de 30 ans et qui sont en *cash-flow* positif ?

C'est ce cadre prudentiel qui devrait être revu. Au demeurant, il est paradoxal qu'on impose de telles contraintes à des régimes qui ont capacité à rester investis à long terme alors que la liquidité continue d'être garantie (ou au moins présentée comme telle) pour des produits dont on ne sait pas comment ils se comporteront en cas de mouvement de sortie précipité d'une partie des clients ?

Encourager le développement de fonds de retraite collectifs préfinancés présenterait au moins trois autres avantages.

- Tout d'abord, c'est le moyen d'offrir une mutualisation du risque viager sans laquelle on ne saurait vraiment parler de produit retraite[1].

- Ensuite c'est le moyen de réduire les coûts. Avec la baisse du rendement des actifs, les responsables des fonds de retraite préfinancés sont obligés d'être plus attentifs aux frais induits par la gestion de leurs investissements. Après une forme de complaisanse, on peut craindre que ce qui prime maintenant soit la recherche de la gestion la moins coûteuse possible alors que ce qui compte c'est de savoir si le rendement obtenu est justifié au regard des frais (*value for the money*).

- Enfin et c'est sans doute le plus important, pour les jeunes cotisants à des fonds de retraite pré financés, les investissements réalisés pour adosser leurs droits ne sont pas neutres. Au-delà de leur rentabilité ce qui leur importe est leur capacité à accélérer une transition qui les concernent par définition au premier chef. De plus en plus ces jeunes cotisants vont demander aux gérants de leurs fonds de retraite ce qu'ils font de leurs cotisations. Continuent ils d'investir dans des centrales à charbon ou des entreprises qui contribuent à détruire une bio diversité déjà bien atteinte ou bien au contraire déploient des politiques d'investissement qui intègrent vraiment les critères ESG pour promouvoir un modèle de développement soutenable et une économie plus respectueuse des hommes et des femmes de leur environnement et moins intense en carbone.

L'adossement d'une partie du financement des retraites pourrait (devrait) être l'occasion de promouvoir le développement de l'investissement à long terme. Les facteurs qui bloquent ce développement sont connus et on peut craindre qu'ils demeurent. Est-ce grave ? Disons qu'on risque de laisser passer une opportunité. Maintenant la technologie comme la volonté et l'énergie des jeunes pour qui internet et le recours aux plateformes sont naturels vont permettre de développer des solutions qui contourneront lourdeurs et réticences. Il n'y a pas de raison que la notion d'*empowerment* ne trouve pas à s'appliquer en Europe au-delà d'initiatives spectaculaires comme on le voit actuellement dans la distribution avec « C'est qui le patron ». Nombreux sont ceux qui travaillent sur des projets pour que la le financement de la transition lui-même s'inscrive dans ce grand mouvement qui voit la société elle-même se saisir du financement de la transition… C'est un sujet en soi qui mérite plus que quelques lignes. ■

1/ Certains produits d'épargne peuvent avoir une vocation retraite mais accumuler sur un compte individuel une épargne laisse exposé au double risque de devoir différer la réalisation de ce capital du fait d'une évolution de marché contraire et de devoir acheter une rente sur une base tarifaire dont on ne sait rien pendant toute la phase d'accumulation.

L'urgence d'un « choc d'investissement » en France ! Sinon...

Lionel TOURTIER,
Président de
GENERATIONS
E.R.I.C.

L'impératif de renforcer l'investissement dans notre pays a fait l'objet, depuis plus d'une décennie, de nombreux discours et exhortations, de multiples rapports, de beaucoup de débats au Parlement ainsi que dans des Forums et autres cénacles démocratiques. Bref, il y a un certain consensus à gauche comme à droite sur l'objectif, tout en soulignant les profondes divergences sur la façon de l'atteindre. Quoi qu'il en soit, les actions engagées restent trop limitées et trop lentes au regard des enjeux de croissance et de compétitivité. Il y a urgence et il faut un vrai « choc d'investissement ».

Certes, le gouvernement a pris quatre mesures dont il faut souligner le mérite : la suppression de l'I.S.F., celle d'instaurer une « *Flat Tax* » sur l'imposition des dividendes et des plus-values mobilières, la réforme de notre système de formation professionnelle ainsi que celle de notre système éducatif.

Théoriquement, nous disposons donc d'un meilleur écosystème entrepreneurial captable de susciter un climat de confiance chez les décideurs d'entreprise, un des leviers majeurs de l'investissement. Mais après le CICE et un nouveau cadre fiscal favorisant le capital, le patronat reste encore campé dans une « posture de doléances » (aujourd'hui la baisse des impôts de production), sans que l'on ait connaissance des engagements précis qu'il est prêt à prendre en contrepartie des allègements demandés. Cette baisse est certainement justifiée en termes de concurrence. Mais rappelons-nous que le « Pacte » autour du CICE devait entraîner une réduction du chômage et baisser le coût du travail pour davantage de compétitivité ; il a surtout favorisé une augmentation des salaires, bien au-delà de l'évolution de notre productivité, et pas forcément chez les salariés qui en avaient le plus besoin.

Les effets bénéfiques des quatre mesures gouvernementales se font attendre et pour certaines, leur mise en œuvre reste laborieuse

Tout d'abord, la suppression de l'I.S.F. ne s'est pas accompagnée d'une nécessaire communication pédagogique, tout comme d'ailleurs pour la Flat Tax. Au fil des mois, elle a été ramenée progressivement au symbole du « *Président des très riches*[1] », alors que fondamentalement, elle visait à revaloriser l'acte d'investir[2] et à orienter l'épargne dégagée pour renforcer les fonds propres des entreprises, et plus particulièrement les PME non cotées.

Bien sûr, cette mesure était prévue au programme présidentiel. Mais soyons lucides : les scores de cette élection, en particulier au premier tour, ont largement démontré qu'il n'y avait pas une réelle adhésion populaire, une attitude « réfléchie » au soutien de cette suppression. Sans parler – et ce n'est pas une critique mais un fait - d'une méconnaissance des mécanismes économiques chez une large partie de nos concitoyens. Certes, le principe de la démocratie a été respectée. Mais la sévère crise des « gilets jaunes » - quelle que soit l'opinion que l'on en a - témoigne que notre population, si fracturée, n'est pas consciente du problème posé

1/ Cette baisse d'impôt de 4Mds € représente un gain moyen de 10.000 € pour le 1% des ménages les plus aisés et même de 1,5 M € pour chacun des 100 contribuables les plus fortunés.

2/ Pour bon nombre d'entrepreneurs, l'ISF était un impôt qui incarnait une forme de mépris de la réussite.

- l'insuffisance de l'investissement - alors que c'est la résolution de celui-ci qui pourrait réduire les difficultés et les souffrances de ceux qui se sentent exclus ou précarisés. L'incompréhension est d'autant plus grande que rien n'est encore démontré aujourd'hui sur l'utilisation de l'épargne issue de la suppression de l'I.S.F. Aussi, sommes-nous confrontés à une tension entre une impatience sociale à court-terme et une exigence plus économique de privilégier le long terme, mais avec un bénéfice qui ne sera que progressif. Pour autant, faut-il ne rien faire ?

Alors que les concurrents privilégient la vitesse, la France se complaît dans la lenteur

Le développement de la formation professionnelle est une démarche impérative pour augmenter le degré de qualification de la population active face à la disruption du digital/IA et les bouleversements à venir dans nos organisations. Or, les derniers décrets concernant la réforme viennent d'être publiés fin janvier. Ici, ce n'est pas une insuffisance de moyens dont il faut s'inquiéter : plus de 30 milliards d'euros sont collectés chaque année auprès des entreprises et des contribuables, soit 1,4 % du PIB. Dans un contexte où 50 % des emplois seront profondément transformés dans les 10 années à venir, la formation professionnelle de la population active devrait constituer une exigence nationale avec des orientations prioritaires à un horizon de 5 ans. Or, l'on reste dans un certain flou concernant les objectifs, alors que la Commission Européenne (DESI) place la France au 19ème rang seulement en termes de digitalisation ! Nous accusons donc un fort retard, ce qui témoigne d'un problème culturel.

Selon une étude internationale de Ranstad sur le besoin de formations au numérique, l'on découvre avec stupeur que les Français ne veulent pas se former... à moins que leur employeur ne s'en occupe. La 3ème édition du baromètre « Radioscopie des DRH » de Cegos[3] montre que les DRH sont conscients des enjeux mais peu impliqués. Les ETI s'intéressent à la transformation numérique mais tardent à agir[4]. Nous sommes ainsi plongés dans une sorte « d'éloge de la lenteur » … Et pourtant : selon l'Institut Sapiens[5], « en fournissant en moyenne 100 heures de formation dans l'année à chacun de ses salariés, une entreprise augmenterait leur productivité horaire de 6,91 % ». Toujours selon cet Institut, un système de formation continue accessible à tous les niveaux de la carrière pourrait rapporter à la France entre 62 milliards et 86 milliards d'euros par an : « *Si l'on forme 3 millions de personnes (soit 10% de la population active) sur 6 mois, on obtient une augmentation de 2,5 % du PIB. Si la durée atteint un an, le PIB progresse de 3,4 %* ». Mais qu'attendons-nous ?

Les entreprises investissent, mais insuffisamment et surtout avec un manque d'efficacité

Côté équipements, là aussi, les interrogations sont nombreuses. En proportion de la valeur ajoutée qu'elles produisent, les entreprises françaises investissent relativement plus que leurs concurrents européens (notamment dans l'immatériel). Mais cela ne se retrouve pas dans la compétitivité et la productivité. Nos exportations souffrent d'un positionnement de moyenne gamme et nos parts de marché mondiales sont stables depuis 2012. S'il n'y avait pas la performance de nos industries du luxe et du transport, nous serions sans doute avec un déficit abyssal. Et la crise qui frappe aujourd'hui le secteur automobile n'est pas une bonne nouvelle. Face à ces constats, France Stratégie fait l'hypothèse que la déformation de l'investissement pourrait être liée à la fiscalité française. Les grandes entreprises auraient étendu leur appareil de production en dehors de l'Hexagone, tout en profitant du CIR pour localiser leurs centres de recherche en France. Logique financière, logique actionnariale, mais où est la logique « citoyenne » ?

D'où la nécessité de mettre en œuvre une vraie politique « d'ardente obligation », à la fois pour cibler les investissements stratégiques, fixer un calendrier d'objectifs tout en reportant certaines contraintes inadaptées en matière de régulation. En comparant avec nos pays compétiteurs, notamment les USA, la Chine et l'Inde, nous pouvons observer qu'ils investissent plus, mieux et surtout plus vite. Ce faisant, ils creusent l'écart. Et par conséquent, notre déclin !

Il devient donc urgent de passer à l'action en privilégiant l'efficacité, c'est-à-dire une logique de résultats.■

3/ Baromètre Cegos publié le 2 avril 2019

4/ Baromètre de la maturité digitale des ETI Février 2019 – Etude réalisée par le CSA pour EY et Apax

5/ Cf. Le Monde *« Une formation continue peut-elle pallier le choc technologique ? Retours d'expérience du Wagon »*
7 mars 2019

Le Financement de Projets

Il nécessite l'association d'acteurs acceptant de s'engager et de gérer un certain niveau de risque sur le moyen-long terme, contribuant ainsi au développement des infrastructures des pays.

Corinne BARON,
Responsable Portefeuille Financements de Projets internationaux

Le financement de projets est actif dans un certain nombre de secteurs de l'économie réelle tels que l'Energie (pétrole-gaz, électricité, énergies vertes), le Transport (rail, route, ponts, aéroports, avions, bateaux et ports), les Télécommunications (satellites, réseaux, tours télécoms) et le traitement de l'Eau et des déchets (stations d'épuration, usine d'incinération, la méthanisation des déchets, la géothermie, la désalinisation de l'eau de mer).

Cette liste représente à elle seule des montants d'investissement considérables à l'échelle mondiale, à laquelle s'ajoutent des projets de taille plus modeste tels que la construction d'écoles, de prisons, musées, hôpitaux et de bâtiments administratifs.

Ces secteurs essentiels à l'économie d'un pays sont de taille importante, voire très significative, leurs projets d'infrastructure se construisent et s'exploitent sur des durées longues, et engagent bien souvent des financements très importants (en moyenne compris entre 100M€ et quelques milliards pour certains projets). Il est donc nécessaire de fédérer des partenaires de long terme autour de ces projets concrets et durables.

Juridiquement, le projet se matérialise par une société par laquelle vont transiter les flux financiers (dettes bancaires, capitaux propres et avances actionnaires, subventions publiques), et économiques une fois le projet en mode exploitation. Bien souvent, cette société est une SPV (*Special Purpose Vehicule)* plutôt qu'une entreprise à part entière. Elle constitue le socle juridique du financement de projet et fédère les acteurs essentiels à la construction et l'exploitation du projet en les liant par une documentation contractuelle dense. La SPV est située au cœur d'un organigramme pouvant être plus ou moins complexe en fonction du nombre d'acteurs impliqués et de leur qualité, du/des pays concernés par le projet, de la taille du projet et des contraintes de financement, des avantages fiscaux à disposition dans chaque pays, etc….

Le financement de projet s'envisage sur des durées longues, et il est assez souvent difficile de s'en extraire rapidement en tant que partenaire, en raison des contrats signés engageants, des durées d'amortissements longues de ces actifs, et des montants en jeu importants impliquant un retour sur investissement sur le moyen-long terme car les premières années d'exploitation sont assez souvent déficitaires sur certains projets. En effet, la durée de vie moyenne d'un actif s'étale entre 15 et 60 ans selon sa nature, ce qui nécessite des engagements financiers s'étalant sur des durées quasi similaires. Pour les partenaires, il s'agit d'une véritable démarche d'accompagnement de l'économie réelle et d'engagement dans des projets pouvant aussi comporter un certain niveau de risque ; nous sommes à l'opposé des considérations de court terme des salles de *trading*, ou spéculatives du bitcoin.

Viaduc de Millau

La durée de vie d'un actif est variable, une éolienne peut fonctionner 15 ans, une usine de dessalement d'eau 25 ans, tandis qu'une autoroute ou un pont se construisent pour gérer un trafic pendant plus de 40 à 70 ans. De plus, la qualité du programme de maintenance retenu aura une incidence sur la durée de vie réelle des actifs. Citons l'exemple très connu du Viaduc de Millau, cet ouvrage remarquable d'une hauteur de 270 mètres, et entré en service fin 2004 après plus de trois ans de construction, bénéficie d'un contrat de concession accordé par l'État français sur une durée supérieure à 70 ans.

La concession récente de la nouvelle ligne de TGV sur le tronçon Tours-Bordeaux, permettant de gagner 50 minutes sur un trajet de 300 km, a été octroyée pour une durée de 50 ans au consortium dirigé par le constructeur Vinci ; projet auquel l'État français et la SNCF ont nécessairement participé. D'un montant global supérieur à 5Mds€, la construction de la ligne a duré six ans.

Le nouvel aéroport d'Istanbul résultant d'une politique d'expansion volontariste du gouvernement actuel en terme d'infrastructures en Turquie s'est vu octroyé une concession d'État ; véritable plaque tournante de voyageurs entre l'occident et l'orient, la mise aux enchères de cette concession s'est terminée sur un prix de plus de 20 Mds€. Un projet pharaonique hissant l'aéroport au 1er rang mondial de part sa taille.

Ces exemples illustrent l'ampleur des montants à financer, et la durée longue d'engagement et de prise de risque des acteurs autour de ces projets.

Pour une meilleure maîtrise du risque financier en fin de concession, les durées de financements sont généralement un peu plus courtes que la durée de chaque concession : de un et cinq ans selon les projets. Les banques prêtent ainsi des montants très significatifs sur des durées comprises entre 15 ans et 50 ans pour les grands projets d'infrastructures. Les projets de taille importante impliquent naturellement un partage du risque financier par plusieurs banques internationales, voire la participation des États par des subventions ou garanties, des prêts de la Banque Européenne d'Investissement ou la Banque Mondiale.

Les échéanciers d'amortissement de la dette Projet s'adaptent à l'évolution de la rentabilité économique réelle de l'actif. Par exemple, une autoroute ne franchit son seuil de rentabilité qu'après une dizaine d'années de fonctionnement, le concessionnaire peinerait à rembourser ses prêts de manière linéaire dès le début de la phase opérationnelle, le profil de remboursement de la dette est alors ajusté pour s'amortir selon un échéancier progressif, bien souvent avec une période de grâce de quelques années. Ou bien, la mise en place d'un prêt bullet à 5-7 ans sur une partie de la dette senior avec un refinancement global à l'échéance sur la durée de vie restante de la concession, arrangements financiers négociés à la signature des contrats du projet. Ce sont des schémas de crédit utilisés pour assouplir et permettre le financement des gros projets sur le long terme.

Bien qu'en partie garantis par différentes formes de suretés (nantissements des actions de la SVP ou des actifs, droit de préemption, garanties États, etc...) ainsi que par un partage/mutualisation du risque par la mise en place d'un pool bancaire,

les financeurs doivent néanmoins décider de s'engager sur le long terme et assumer un certain niveau de risque plus ou moins important selon les projets. En effet, la vie économique agitée de certains projets nécessitent un vrai suivi du risque annuel, de s'adapter aux aléas techniques, financiers et politiques pour stabiliser les *cash-flows* du projet ; et ainsi assurer sa pérennité, le remboursement de la dette bancaire et maximiser le ROE des actionnaires.

Les aléas prennent des formes variées telles qu'un risque de retard dans la construction, le risque pays (inflation, guerres, changements politiques …), le risque devise, la faillite d'un actionnaire ; le risque règlementaire si la rentabilité du projet est en partie assis sur l'encaissement de subventions publiques récurrentes (le secteur éolien par exemple) ; le cas aussi où depuis la crise des années 2010, dans quelques projets d'infrastructure espagnols, les régions n'ont pas hésité à imposer un *write-off* partiel de la dette aux banques pour améliorer le risque économique du projet.

Ces aléas conduisent bien souvent à devoir gérer un allongement de la durée de la dette, des réductions de marges bancaires, un risque de non remboursement partiel de la dette ; au total, une révision à la baisse du modèle financier et de la rentabilité finale des acteurs du projet.

Depuis la crise économique des années 2010, les banques n'assurent plus toutes seules le financement sur le long terme de tels projets. Les nouveaux acteurs sont représentés par des fonds d'infrastructures internationaux soit indépendants, soit filiales de grandes banques (contraintes par les réformes Bale III et bientôt Bale IV, exigeantes en terme de fonds propres), ou adossés à des compagnies d'assurances. Certains fonds sont présents dès la phase de construction, souvent aux cotés d'actionnaires puissants tels que les grands constructeurs ou les États ; tandis que d'autres achètent des participations pendant la phase opérationnelle quand les coûts et le risque de construction sont terminés.

Certains fonds ont une politique de rentabilité à court–moyen terme et sortent une fois le projet passé en phase d'exploitation avec un taux retour sur investissement comprenant une prime de risque généreuse, et parfois moins si des difficultés sont intervenues en phase de construction. Les actionnaires peuvent signer des contrats les engageant à apporter des fonds propres supplémentaires parfois jusqu'à dix ans après la signature du projet en cas de difficultés économiques avérées (tel qu'un trafic bien inférieur à l'estimé initialement).

En Europe, la plupart de projets d'autoroute ont vu leurs modèles financiers revus à la baisse (entre -20 et 45%) car leur conception s'était appuyée sur des études et des hypothèses validées avant la crise économique de 2010. La hausse du prix du pétrole entre 2009 et 2015, les difficultés économiques des ménages et des entreprises, ont expliqué un trafic réel inférieur. Pour les éoliennes que penser des estimations de vent validées sur une période de 15 ans pour fonder un modèle économique sur lequel les intervenants s'engageront. Idem pour la performance des panneaux solaires installés sur certaines zones géographiques où le taux d'ensoleillement est juste acceptable.

La longue durée de vie d'un projet oblige donc ses intervenants à intégrer divers types de risques possibles dans leur décision d'accompagnement : autant de situations accidentelles et peu prévisibles qui augmentent le niveau de risque des projets et remet en cause les modèles financiers et donc la rentabilité finale de l'investissement, tant pour les actionnaires que pour les banques.

La prise de risque dans le financement de projets est donc une décision engageante sur le long terme pour les partenaires financiers. Si peu de projets font faillite, en revanche, un certain nombre d'entre eux nécessitent des aménagements contractuels assez récurrents qui ont un impact réel sur la rentabilité des financeurs et notamment sur le délai de retour sur investissement. L'entrée croissante des fonds d'investissement sur le marché du financement de projet implique aussi, pour les banques et la société de projet, un partage plus agressif des *cash-flows* libres au profit des dividendes versés aux actionnaires. Dans certains PFI anglais, la trésorerie est régulièrement asséchée par les distributions. Toutefois, une distribution reste soumise au respect de ratios financiers protégeant ainsi les remboursements de la dette bancaire.

Il existe des projets plus stables, et dont les *cash-flows* en phase opérationnelle sont plus prévisibles que d'autres. Le financement d'infrastructures de taille raisonnable tel que les écoles, prisons et hôpitaux présentent bien souvent une certaine linéarité dans leur gestion sur le long terme ; et donc des revenus plus stables, voire très prévisibles pour certains ou bien des profits bien au dessus des estimations du Case de Base, ce qui attire de plus en plus les fonds d'investissement désireux d'investir sur le moyen-long terme.

Les éoliennes *off shore* peuvent s'avérer des projets très rentables tant le vent souffle, et les projets d'usine électrique au moyen orient des investissements juteux du fait des prix du pétrole. Et aussi tout simplement, la gestion rigoureuse interne du projet par l'équipe de direction contribue à la régularité des *cash-flows*.

La technique du financement de projet permet ainsi de faire aboutir de très grands projets internationaux ou/et risqués, ainsi que des projets plus simples, de taille plus réduite générant des *cash-flows* réguliers. Mais quelque soit leur taille, leur complexité, ces projets répondent avant tout aux besoins de la société (l'accès à l'eau, à l'électricité, aux écoles, aux autoroutes etc… pour les populations) et à ceux des nations pour améliorer les infrastructures du territoire ou concrétiser leur expansion économique, comme c'est le cas actuellement des nombreux projets initiés par la Chine (La nouvelle Route de la Soie). ■

Route de la soie

La valeur du rail

Jean-Pierre LOUBINOUX,
Directeur Général
UIC
(Union International des Chemins de fer)

L'UIC, Union Internationale des Chemins de fer, que j'ai le privilège de diriger depuis plus de dix ans, représente l'ensemble de la communauté des opérateurs ferroviaires dans le monde.

Elle a pour mission principale, depuis sa création en 1922 :

- d'harmoniser et standardiser tous les processus d'exploitation, de maintenance et de services ;
- de fédérer une dynamique de recherche et d'innovation ;
- de promouvoir la contribution socio-économique et la valeur ajoutée du ferroviaire pour les sociétés développées ou émergentes ;
- enfin d'anticiper les tendances, les projets et les développements, qui pourront être la base du chemin de fer du futur, reliant les villes les pays et les continents, en interface avec les autres modes de transport.

Dans ce début de XXIe siècle, le chemin de fer traverse à nouveau une révolution, la révolution digitale, qui fait suite :

- à la première révolution industrielle au 19e siècle, dont le chemin de fer a porté la croissance avec la machine à vapeur et les structures métalliques ;
- à la deuxième révolution au milieu du 20e siècle avec la crise de l'énergie et l'émergence de l'électrification et de la grande vitesse ferroviaire ;
- la troisième avec l'émergence en fin de 20e siècle des technologies d'information et l'apparition de systèmes connectés de billettique.

Aujourd'hui, dans un nouveau contexte, le secteur ferroviaire est confronté à trois nouveaux paradigmes.

- nous passons d'un monde de possession à un monde d'accession, dans lequel la notion de transport se transforme en celle de mobilité et même d'accessibilité;

- nous devons trouver par ailleurs un meilleur équilibre entre la liberté individuelle, notamment de voyager, et l'intérêt collectif, donnant aux transports en commun, sécuritaires et capacitaires, un rôle moteur et contributif pour les sociétés modernes ;

- nous devons enfin faire évoluer nos habitudes de travail, plutôt égocentriques, vers une ouverture à des écosystèmes extérieurs et de nouveaux partenariats, techniques, économiques et financiers.

Le transport est l'organisateur de la mobilité des biens et des personnes. Il impacte donc directement l'économie, mais peut aussi être impacté par la stabilité des liens physiques et géopolitiques à travers le monde.

L'Union Internationale des Chemins de fer, dans son positionnement mondial, avec plus de 200 membres dans une centaine de pays, et 80 partenaires internationaux, peut entrevoir quelques grandes tendances qui émergent de façon plus ou moins intense dans différentes parties du monde.

Nous constatons une fragmentation géographique, une grande diversité et souvent une instabilité politique selon les pays ou les zones économiques, une relative désintégration économique et de plus en plus un repli nationaliste.

Ces tendances ne devraient pas en principe être favorables au développement du chemin de fer, qui a besoin, plus que tout autre, d'interopérabilité, d'investissements importants, et d'une stabilité dans l'espace et dans le temps pour des projets à long terme avec de faibles retours sur investissement.

C'est pourtant tout l'inverse qui se produit avec de très nombreux projets ferroviaires partout dans le monde.

Ceci est dû à certaines valeurs fondamentales du système ferroviaire en terme de capacité, de sécurité, et de plus en plus à son importance dans les politiques de développement durable.

A ces valeurs s'ajoute également l'impact socio-économique du développement ferroviaire, à la fois par l'aménagement du territoire, mais aussi par la croissance du PIB dans les zones nouvellement ou mieux desservies.

Les perspectives de mobilité, dans les décennies à venir au niveau mondial, sont bonnes. Tous modes confondus les transports de fret devraient être multipliés par quatre, et les transports de voyageurs augmenter de 50 %, avec notamment une croissance très importante de la mobilité intra-urbaine, due à une urbanisation massive et le développement de Mégacités.

D'importants investissements, plus de 11 000 Mds$, sont prévus dans les 20 prochaines années pour accompagner ces nouveaux besoins, dont 40% pour les projets ferroviaires de rénovations, constructions, ainsi que pour de nouveaux corridors Est Ouest et Nord Sud.

Une grande partie des investissements seront consacrés aux projets intra urbains pour lesquels le besoin estimé dans les prochaines années est de l'ordre de 6% du PIB mondial, alors que le % investi à ce jour ne dépasse pas 0,5% en moyenne.

Une autre part importante sera consacrée aux liaisons à grande vitesse dont le réseau mondial devrait tripler dans les 30 prochaines années et être relié à tous les aéroports.

D'importants gains de productivité sont également attendus dans la chaine logistique du transport de marchandises, quand on sait qu'aujourd'hui ces coûts logistiques équivalent à 18% de la valeur du produit, alors qu'ils devraient être entre 3 et 5%.

La stratégie gagnante pour accompagner cette croissance attendue des besoins des marchés se résume en 5 I :

- le premier, pour toute mobilité, est l'**Infrastructure**, qui, dans le domaine ferroviaire, nécessite de lourds investissements ;
- ces **Investissements** nécessitent de plus en plus d'**Innovation** afin d'en améliorer

la productivité et la sécurité, innovation de nature technique grâce à l'impact digital pour en améliorer l'exploitation et la maintenance et les services, innovation dans les montages financiers, partenariats public-privé en particulier ;

- l'innovation demande de nouvelles formes d'**Intelligence** faisant appel à de nouveaux modèles économiques et de nouveaux partenariat industriels ;
- enfin, la mobilité du 21e siècle ne peut se concevoir que dans un cadre d'**Intégration** pour optimiser les valeurs ajoutées de chaque mode, constituant ensemble une chaîne de mobilité, dont le chemin de fer peut être la colonne vertébrale en complémentarité avec les autres modes.

C'est donc dans ce cadre stratégique que la rentabilité de tous les projets doit pouvoir se calculer pour mieux apprécier sur le long terme les bénéfices reçus.

Ceux-ci, dans une approche directe purement financière, sont souvent considérés comme étant très faibles et sur le long terme.

C'est pourquoi il est considéré de plus en plus important de savoir mesurer les bénéfices indirects de tels investissements pour la collectivité. Ils s'apprécient à la fois au travers des avantages socio-économiques et d'une façon de plus en plus évidente dans les bénéfices pour l'environnement et le développement durable.

Les avantages socio-économiques vont de la création d'emplois, la hausse du PIB, le temps gagné, l'aménagement des territoires et espaces urbains, la réduction des coûts des accidents routiers, le gain de temps et correspondent à une rentabilité additionnelle mesurable de l'ordre de 3 à 5 %.

Quand on sait par ailleurs que la congestion urbaine coûte aujourd'hui aux collectivités de l'ordre de 200 Mds$ par an, et que le chemin de fer ne représente que 1 à 2% des 25% de CO_2 émis par le secteur des transports, il est évident qu'une rentabilité environnementale peut aussi se calculer par défaut et venir s'ajouter à la rentabilité socio-économique, non pas en termes de profits mais en termes d'économies.

L'ensemble des économies de tous les projets intra et interurbains en cours et envisagés dans les prochaines décennies représentent à eux seuls 100 000 Mds$, chiffre supérieur aux investissements prévus dans la même période.

Cette approche combinant les bénéfices directs, les charges éludées et les économies pour la société permettent de dire que le TRI socio-économique et durable est plus du double du TRI économique.

Il faut cependant pouvoir faire la part de ces avantages et savoir d'une façon ou d'une autre les redistribuer.

L'absence du mode ferroviaire conduirait à une augmentation de 15% de la consommation pétrolière et de 12% des émissions de gaz à effet de serre pour pouvoir faire face à la mobilité des biens et des personnes.

Ce simple constat ouvre une autre approche par défaut, plus radicale, qui serait de mesurer le coût pour les sociétés dans un monde d'échanges globalisés d'une mobilité sans le mode ferroviaire, et de se rendre compte alors que la valeur de ce qui vous manque est plus importante qu'on ne le pense… ■

Financement des infrastructures

Quel rôle pour la gestion d'actifs ?

Thomas VALLI,
Directeurs des études économiques, AFG

Cyril GRECO,
Économiste, AFG

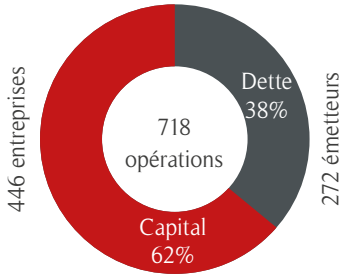
Les infrastructures sont des installations et services essentiels à la collectivité, réparties sur l'ensemble des territoires, qui contribuent fortement aux facteurs de production de l'économie et au bien-être des populations. Elles représentent un ensemble d'actifs que l'on peut regrouper dans les secteurs des infrastructures sociales (écoles, hôpitaux, équipements culturels et sportifs…), des transports (autoroutes, réseaux ferroviaires, transports en commun, aéroports et ports…), des énergies conventionnelles et renouvelables (production, transport et distribution de gaz, eau, pétrole, électricité…), de l'environnement (traitement de l'eau et des déchets, efficacité énergétique…) et des réseaux de télécommunication (tours de télédiffusions, de téléphonie cellulaire, réseaux de fibres optiques, satellites de communication…).

Du point de vue de l'offre, les besoins annuels de financement pour la construction de nouvelles infrastructures (actifs « *greenfield* ») ou le renouvellement et rénovation d'infrastructures existantes (actifs « *brownfield* ») sont très importants et estimés autour de 3% du PIB. Les moteurs de ces besoins de financement sont, entre autres, l'augmentation, le vieillissement et l'urbanisation des populations, la mondialisation des échanges économiques, l'accélération des innovations technologiques, la transition énergétique, le développement d'une économie de la connaissance. Il s'agit donc de financer des actifs de long-terme répondant aux enjeux économiques et sociaux indispensables à une croissance durable[1]. Cependant, l'investissement dans les infrastructures serait aujourd'hui encore en retrait de 20% en Europe par rapport au niveau d'avant la crise[2], principalement à cause des règles budgétaires et prudentielles qui s'imposent respectivement au secteur public et au secteur bancaire.

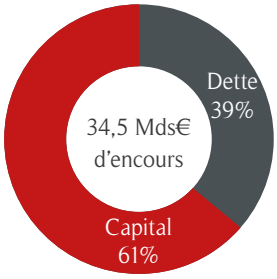
Dès lors, les investisseurs, notamment institutionnels à passif long, qui sont capables de porter ces risques sous conditions de normes comptables et prudentielles adaptées, participent de plus en plus en direct ou via l'intermédiaire des sociétés de gestion de portefeuille, aux côtés des acteurs historiques, à la structuration des financements des projets d'infrastructures. Selon les résultats de l'étude menée par Preqin[3], 70% des investisseurs déclarent vouloir augmenter leurs investissements dans cette classe d'actifs au cours des cinq

Opérations et encours par structure d'investissement
Source : Enquête Infrastructures AFG / France Invest

Répartition des investissements en partefeuille



Répartition des encours investis



prochaines années. Dans cette période de taux bas et de forte volatilité sur les marchés, les caractéristiques des infrastructures (fortes barrières à l'entrée, revenus prévisibles et réguliers sur un horizon de long terme, protection contre l'inflation, faible corrélation aux cycles économiques ainsi qu'aux autres classes d'actifs, taux de défaut très faible et taux de recouvrement en cas de défaut élevé, prime de non-liquidité…) en font un investissement idéal pour les investisseurs de long terme souhaitant diversifier leurs portefeuilles.

Ainsi, afin de mesurer le développement de l'activité des fonds d'infrastructures gérés en France par les sociétés de gestion, l'AFG (Association Française de la Gestion financière) et France Invest ont publié une étude[4] en avril 2019. Selon cette étude, le stock des capitaux sous gestion en fonds d'infrastructures gérés en France à fin 2018 s'établit à 57 Mds€. Il est composé de 38 Mds€ gérés au titre de l'activité en capital (*equity* et *quasi-equity* comprenant également la dette mezzanine et junior) et de 19 Mds€ au titre de l'activité en dettes. 34,5 Mds€ d'encours ont déjà été déployés à fin 2018 : 62 % en capital dans 446 entreprises et 38% en dette dans 272 émetteurs. Le secteur dispose donc de 23 Mds€ de « *dry powder* » qui seront investis dans les prochaines années. Ces montants témoignent de la capacité des sociétés de gestion françaises à répondre aux besoins de financement des projets d'infrastructures. L'investissement et la gestion d'actifs d'infrastructures nécessitent en effet des compétences en interne pour la structuration des opérations et l'analyse des risques sous-jacents (de nature technique, financière, juridique, règlementaire, économique…) de la création à l'exploitation de l'infrastructure.

Les montants levés par les fonds d'infrastructures ont plus que doublé en 2018 pour s'établir à 14,6 Mds€ (6,8 Mds€ en 2017). Parmi eux, les fonds investis en capital ont triplé leur collecte à 12,1 Mds€, tandis que les fonds investis en dettes ont levé 2,5 Mds€, un niveau stable par rapport à 2017. Les sociétés d'assurances/mutuelles et

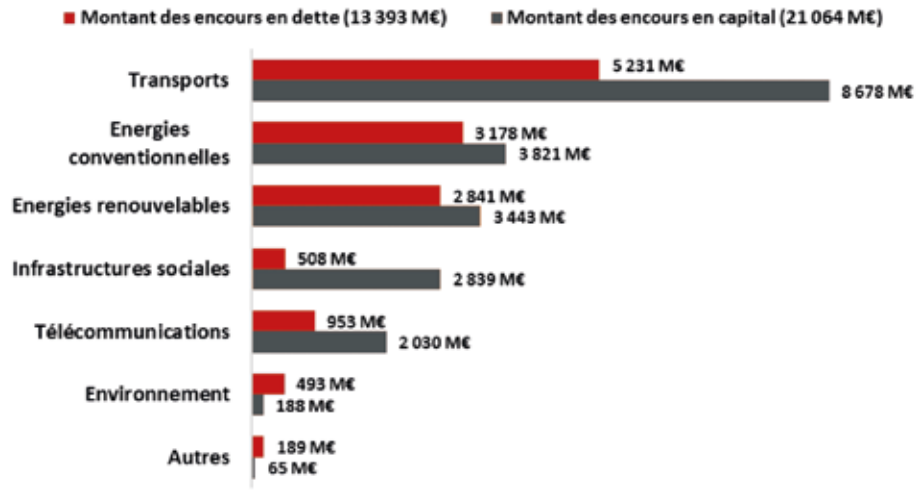
1/ *« Oser le long terme – Refonder l'investissement pour l'Europe de demain »*, Task Force investissement de long-terme de la Place de Paris (2018)

2/ Rapport 2017-2018 de la Banque Européenne d'Investissement sur l'investissement : de la reprise à la croissance durable.

3/ 2019 PREQIN Global infrastructure report

4/ Activité des fonds d'infrastructures gérés en France, données 2018. https://www.afg.asso.fr/thematique/infrastructures/

Répartition des 34,5 Mds€ d'encours infrastructures par secteur d'activité
Source : Enquête Infrastructures AFG / France Invest



les caisses de retraites/fonds de pension sont les principaux souscripteurs aussi bien pour les fonds investis en capital (77% de la collecte) que pour les fonds investis en dettes (près de 90% de la collecte). Pour les investisseurs institutionnels confrontés à la baisse des rendements de leurs investissements, les actifs d'infrastructures continuent de délivrer un couple performance/risque attractif. De plus, pour les sociétés d'assurance, ces actifs bénéficient désormais d'un traitement prudentiel (solvabilité II) plus favorable qui conduit à une baisse de la charge en capital de ce type d'investissement que ce soit pour l'investissement en actions ou en dettes.

Signe de l'attrait de l'offre des sociétés françaises, 63% des capitaux levées ont été collectés auprès d'investisseurs étrangers soit 2,6 fois plus qu'en 2017. Si les investisseurs européens représentent la moitié des levées auprès d'investisseurs étrangers, les investisseurs asiatiques et moyen-orientaux ont nouvellement investi 2,8 Mds€ en 2018.

En 2018, 6,5 Mds€ ont été investis (soit près de 20% des encours gérés), dont 3,9 Mds€ investis en capital et 2,6 Mds€ en dettes. Les principaux secteurs qui ont bénéficié des investissements ont été les secteurs des énergies renouvelables (37% et 31% des montants investis respectivement en capital et en dettes) et des transports (28% et 31% des montants investis). La part croissante des investissements dans les secteurs liés à la transition énergétique (énergie renouvelables, environnement, transports propres, mobilité urbaine) participe aussi à la diffusion de l'analyse extra-financière par les gestions et la promotion de l'investissement responsable.

En termes de répartition géographique de l'ensemble des investissements, 21,4 Mds€ (soit 62%) sont déployés en Europe (hors France) et 8,9 Mds€ (soit 26%) en France. En nombre des investissements, 57% des 446 entreprises financées en capital sont situées en France et 29% des 272 émetteurs financés en dettes.

Les fonds d'infrastructures bénéficient d'une tendance forte et pérenne. D'une part, les besoins de financement sont et seront importants notamment dans les domaines de la transition énergétique et de la digitalisation des économies. D'autre part, le développement des solutions d'investissement de long terme devrait renforcer le poids des actifs d'infrastructures dans les allocations. En lien avec la croissance de cette activité et la professionnalisation du métier, les offres des gestions en fonds d'infrastructures continueront à se diversifier (en termes de stratégies d'investissement, modèles économiques des projets financés, secteurs économiques, zones géographique…) pour s'adapter au mieux aux contraintes propres aux investisseurs (duration du passif, levier sur la dette, liquidités…), et trouveront plus encore qu'aujourd'hui leurs places aux côtés des offres de gestion immobilière (actifs réels), de capital investissement (non coté) ou d'obligataires indexés. ■

Infrastructures et superstructures, un cocktail détonnant !

Christian SCHOR,
Président ASTERAE,
Directeur Général adjoint HUGAU GESTION,
Président du groupe Infrastrucures du Centre des Professions Financières

Aujourd'hui, dans un monde pour partie atrophié par la dernière crise financière et en proie à un endettement élevé des agents économiques, les engagements forts en matière d'investissement en infrastructures deviennent de plus en plus l'apanage de superstructures, à savoir les grandes puissances au pouvoir de décision très centralisé, d'institutions supranationales, plus rarement d'entreprises très audacieuses souvent américaines, parfois chinoises, qui peuvent se positionner en acteur qui compte mais avec comme corollaire des fondateurs très combatifs.
En effet, ce monde endetté induit un risque supplémentaire dans les paramètres retenus pour assurer la rentabilité des projets, les modèles prédictifs sont à la peine dès lors que de nouveaux comportements émergent, que les technologies évoluent à une vitesse telle que certains projets deviennent rapidement obsolètes, voire voués tout simplement à l'abandon.
Ainsi, pour les agents économiques du privé, ces derniers sont dans l'obligation d'exiger une prime de risque supplémentaire liée aux aléas plus importants dont l'une des conséquences s'avère être une spirale inflationniste des prix, une situation qui met les usagers sous tension, d'autant que les États de plus en plus endettés ne peuvent plus comme autrefois accorder des subventions pour aider à la viabilité du projet.
Dès lors, il devient de plus en plus évident que les grands projets ne puissent être désormais conduits à leur terme que par les superstructures qui disposent de temps devant elles, de moyens financiers conséquents permettant de porter les évolutions technologiques et les nombreux risques inhérents aux développements de nouveaux investissements (risques réglementaire, environnementaux notamment).
Un bon exemple depuis une vingtaine d'année est donné par l'Etat chinois qui a su, grâce à la planification de ses actions, développer un grand nombre de projets d'infrastructures sur son territoire : dans le ferroviaire avec le développement d'un véritable réseau de train à grande vitesse en moins de quinze ans, avec actuellement deux tiers des trains en grande vitesse en circulation dans le monde, dans la production d'électricité en ayant couplé en un temps record au réseau électrique la centrale nucléaire de nouvelle génération située à Taishan près de Canton, dans le développement des agglomérations avec la multiplication par un facteur 3 de la taille des plus grandes villes en vingt ans. De tels projets d'infrastructures dans les territoires ont pu émerger grâce à la mise en place d'une véritable politique permanente de long terme.
Il semble préférable pour l'Europe que la Commission Européenne soit le bon niveau de décision pour allouer des financements aux principaux projets d'infrastructures européens, au bénéfice des nations la composant, surtout lorsque l'on observe la fragilité de plus en plus flagrante des gouvernements actuels, en proie à de plus en plus de difficultés à gouverner, à décider voir à maintenir sur le long terme les projets déjà engagés.
Nous avons pour preuve, sur le territoire européen, les atermoiements sur l'axe ferroviaire Paris-Turin ou le creusement du canal à grand gabarit Rhin-Rhône, pourtant sûrement moins polluants que les allers et retours des transporteurs routiers du sud de l'Europe en direction de l'Europe du Nord.
Pour autant, le Forum stratégique européen sur les infrastructures de recherche, ou ESFRI, a pour objectif de soutenir une approche cohérente dans l'élaboration d'une politique d'équipement en infrastructures de recherche de classe mondiale qu'aucun pays-membres ne serait en mesure de financer tout seul.
On apprécie ici tout le bienfait de l'approche européenne sur ces sujets d'infrastructures au moment où d'autres souhaitent explorer des voies différentes. Il en sera plus coûteux pour les peuples en cas de séparation à un moment où les développements des infrastructures mêlent des enjeux à la fois économique et écologique importants, où les frontières et barrières douanières ne sont plus les bons critères d'analyse. ■

Capitalisation v. répartition : quelques observations

Serge WEINBERG,
Président du Conseil d'Administration de Sanofi
Président de Weinberg Capital Partners

Ayant de longue date des responsabilités tant du côté des émetteurs qu'en tant qu'investisseur, il m'a semblé intéressant de partager quelques observations au moment où se décide la réforme des retraites.

Tout d'abord, il faut être conscient de la montée progressive et régulière des investisseurs étrangers dans le capital des sociétés françaises. Certes, plus récemment, il a pu sembler que le pourcentage des investisseurs non-résidents dans le CAC 40 est resté constant mais cela tient à deux raisons :

- La disparition de France des centres de décisions de plusieurs sociétés qui n'avaient plus un actionnariat français solide : Lafarge, Tecnip, Alcatel ;
- La montée de la capitalisation de quatre sociétés du luxe détenues par des groupes familiaux : LVMH, Hermès, Kering, L'Oréal.

Il faut « dépolluer » les analyses de ces différents éléments et ne pas se cacher que les entreprises françaises manquent d'une assise actionnariale nationale.

Plusieurs autres **facteurs** devraient attirer également notre attention :

- La montée des activistes qui représentent aujourd'hui des forces de frappe jamais atteintes (ex : Elliott, Dan Loeb, Amber, Corvex, Third Point, etc.) qui sont financés par des fonds de pension nord-américains très respectables (Calpers, OTTP, par exemple) et qui, pour le compte de ces grands investisseurs, remettent en cause les gestions et parfois même l'existence des groupes auxquels ils s'attaquent en prônant souvent leur démantèlement pour soi-disant en « révéler » les valeurs cachées.
- **La concentration des grandes gestions** : le poids croissant des grands investisseurs, principalement américains, (les 20 premiers, 80% américains, gèrent 34.300 milliards soit 42,3% des actifs totaux gérés par les 500 premiers fonds) a et aura inévitablement une influence croissante sur le devenir des sociétés européennes mais plus particulièrement françaises puisque, contrairement à d'autres, nous n'avons pas de fonds de pension investissant durablement dans des sociétés françaises.
  Exemple : Blackrock (6000 milliards), Capital, Fidelity, Amundi (1 600 milliards).
- Enfin le rôle des **conseils en vote** (proxys), essentiellement deux américains qui déterminent les votes d'un nombre croissant d'investisseurs lors des AG (Grass Lewis + ISS). Et de fait, beaucoup de votes de résolutions dépendent aujourd'hui de ces deux acteurs, quasi systématiquement suivis par les investisseurs internationaux.

En tant qu'investisseur, lorsque je regarde les investisseurs auxquels nous, présents dans le non-coté et le coté, nous adressons, à part les familles et les investisseurs étrangers (notamment fonds de pension), les investisseurs institutionnels français sont assujettis à des normes prudentielles qui ont rendu leurs investissements directs ou indirects dans les actions, qu'elles soient cotées ou non, relativement marginaux.

Les charges en capitaux propres qui ont été retenus par Solvency 2 sont, en outre, devenues d'autant plus lourdes que compte tenu des politiques monétaires accommodantes la baisse des taux s'est appliquée, bien sûr avec des nuances, à l'ensemble des actifs, entraînant des risques de surévaluation de ceux-ci.

Or, les fonds de pension des différents pays ne sont pas assujettis aux mêmes règles prudentielles. Ceci a naturellement pour conséquence que **les plus importants** fonds de private equity sont anglo-saxons et que lorsqu'une société française souhaite pour des raisons stratégiques céder un actif significatif, la contrepartie est presque systématiquement non-résidente.

À mes yeux, il est clair que l'instauration de capacité de capitalisation dans le système de retraite français pourrait progressivement répondre à quelques-uns des problèmes évoqués.

J'ajouterai un dernier élément qui est celui de l'efficacité : le système de répartition a été conçu, c'est une banalité de le dire, à un moment où le rapport actif/inactif n'était en rien comparable à celui que nous connaissons aujourd'hui et que nous connaîtrons demain. Mais il n'avait pas non plus appréhendé que la croissance de la masse salariale française sur laquelle s'applique cette répartition évoluerait beaucoup moins vite que la croissance mondiale qui tire nos principales entreprises.

Pour ne prendre que l'évolution de l'indice CAC 40 depuis sa création, le rendement net inflation déduite a atteint 6% soit une progression nettement supérieure à celle de la masse salariale.

À l'occasion du débat sur les retraites, il serait utile de souligner l'importance du sujet de notre souveraineté et, au-delà des débats théologiques, de faire preuve d'un peu de pragmatisme en reconnaissant l'inefficience relative d'un système essentiellement fondé sur la répartition. ■

L'investissement immobilier à long terme à l'épreuve de l'incertitude et des taux bas

Benoît FAURE JARROSSON,
Analyste financier, responsable du secteur immobilier
Invest Securities

L'effondrement des taux d'intérêt pousse à chercher des alternatives, en augmentant le risque ou la durée. L'investissement immobilier, considéré comme une rente perpétuelle, est le recours le plus familier. Il s'ancre dans la longue durée par plusieurs singularités : la durée de l'engagement du client, la longévité de la construction et l'immortalité du support, le terrain. Mais la hausse des aléas qui les concernent est-elle compatible avec la baisse des rendements, qui allonge la durée des espérances nécessaires ?

La durée du bail à l'épreuve des rendements bas

Le locataire est un client qui a la particularité d'accepter un engagement long, de six à dix ans pour les grandes entreprises qui occupent des bureaux à Paris, dans un grand centre commercial ou dans une plate-forme logistique. Cet engagement est, évidemment, un facteur de sécurité mais la chute des rendements vient relativiser cette protection. Quand des bureaux à Paris se traitent sur la base d'un rendement locatif de 3%, ils ne rapportent en fait, en lissant les coûts d'entretien, les travaux et la vacance frictionnelle que 2,5% environ. Supposons une indexation annuelle à 1,5% et un beau bail de neuf ans ferme : à la fin du bail, l'investisseur aura encaissé 24% de son investissement ou 20% en actualisant à 4%. Autrement dit, 80% de la valeur de l'immeuble sont formés de flux postérieurs au bail long. La baisse des taux oblige à relativiser beaucoup le poids d'un bail ferme dans la décision d'investissement.

La durée du bâti à l'épreuve du changement des usages

Pendant deux siècles, un bureau a été défini comme une pièce contenant une ou deux tables devant lesquelles des *homo sapiens* se tenaient assis, chacun à son même poste tous les jours. Depuis quelques décennies, l'espace ouvert (open space) s'est laborieusement frayé un chemin et s'est maintenant imposé. Le *coworking* et, encore un terme anglais, le *flex-office* qui est son corolaire viennent aussi changer la donne. Ce sont des évolutions d'usage qui font suite à diverses mutations techniques, principalement celles liées à la climatisation et aux modes de câblage, qui ont rendu obsolètes les bureaux inadaptés en termes de hauteur sous plafond. L'expérience la plus concluante dans la durée est celle des locaux d'activité de la rue Réaumur, construits vers 1900 : le clos, le couvert, de la lumière naturelle, peu de poteaux, une grande hauteur sous plafond. Tant que l'*homo sapiens* préfère se tenir sur des surfaces horizontales sèches et tempérées, un tel volume s'adapte à toutes les évolutions d'usage.

La mutation est générale. Dans la logistique, il a fallu de longs tâtonnements avant d'établir les standards de l'entrepôt classe A dans les années 1990, qui s'est imposé pendant trente ans. Aujourd'hui, la robotisation et le e-commerce changent profondément le fonctionnement d'un entrepôt et font courir un risque d'obsolescence encore mal mesuré. Dans le commerce, la sociologie impose ses lois, qu'elle soit rationnelle ou non. Les hypermarchés sont des machines à vendre à bas prix, mais ce n'est plus

ce qui intéresse une large part de la population, qui veut de la commodité ou du charme ou de la qualité, notamment dans l'alimentaire. C'est aussi le défi des magasins de centre-ville et des centres commerciaux face au e-commerce, trop vaste sujet pour l'évoquer ici. Le logement paraîtrait à l'abri des changements puisqu'il satisfait des besoins primitifs. Mais c'est compter sans le développement de la cohabitation grâce aux réseaux sociaux, le vieillissement qui impose l'accès en chaise roulante, la réduction des parkings, les prises pour les engins électriques...

L'immortalité du terrain à l'épreuve de la démographie et du climat

La démographie, principale source de demande immobilière et de rareté foncière est, traditionnellement, le premier mouvement à anticiper lorsqu'on investit à long terme. La population totale occidentale connaît une asymptote. En France, elle continue de croître, mais par vieillissement : la population de moins de 60 ans décline et c'est important à avoir en tête pour comprendre l'érosion des dépenses de vêtements dans les centres commerciaux. Les perdants de la Seconde guerre mondiale (Allemagne, Italie, Japon) n'ont pas eu de *baby boom* et subissent depuis plusieurs années une baisse de la population indigène. Mais l'Allemagne a réussi à insuffler une telle croissance économique qu'elle a dû importer massivement une main d'œuvre qualifiée (sans compter le généreux accueil des réfugiés syriens) qui a conduit à une hausse inattendue de la population totale. Notre sort sera-t-il celui de l'Allemagne ou du Japon, hostile à l'immigration ?

A effectif donné, se pose la question de l'emplacement de la population. L'instinct grégaire est ce qui ne changera pas. Le progrès technique pousse aussi à l'urbanisation, non seulement par la productivité de l'agriculture mais parce qu'il induit plus de spécialisation des tâches, laquelle implique plus de travail collectif. Même avec une population en villes moyennes bien reliées, comme en Allemagne, l'urbanisation est à l'œuvre. Le contact humain n'est pas remplacé par les liens électroniques, comme en témoignent la résistance de la fréquentation des réunions, congrès et centres commerciaux. Mais le souci écologique est en pleine expansion et, avec lui, la limitation de l'étalement urbain. Le renforcement des pôles existants est donc un axe fort. On peut l'appliquer aux bureaux parisiens : malgré les vœux politiques de mixité urbaine, les entreprises veulent être entre elles. Le Grand Paris Express va élargir le territoire connecté mais renforcer les zones de bureaux existantes, en particulier celles qui ont un potentiel constructible comme Nanterre, Plaine-Commune (Saint-Denis, Aubervilliers) ou Massy. Les nouvelles gares vont être surtout l'occasion de construire des logements accessibles rapidement depuis ces zones de bureaux.

Enfin, et surtout, le plus gros défi de l'investisseur immobilier à long terme est le climat. Pas le souci politiquement correct d'immeubles écologiques, mais la mue profonde qui fait que, par exemple, la chaleur sera peut-être insupportable la moitié de l'année à Marseille dans soixante ans ou que les tours vitrées de La Défense seront impossibles à climatiser certaines semaines d'août 2048. La nouveauté est le risque d'obsolescence de sites ou d'actifs à un horizon de quelques décennies, sans rapport avec les délais de recouvrement du moment.

Prévisibilité qui s'atténue et délai de recouvrement qui s'allonge

La confusion est usuelle entre le rendement locatif et le taux de l'OAT à dix ans auquel on le compare. Mais le premier est une rente perpétuelle et, même au taux de 0,5%, le porteur d'un emprunt d'État récupère 105% cumulés au bout de dix ans quand le propriétaire d'un bel immeuble n'aura reçu que moins de 30% de son coût. On voit des investissements en plateformes logistiques à moins de 5% de rendement locatif. Sur longue période, en lissant les frais et la vacance, l'EBE n'en fera au mieux que 85%, soit 4,25% de rentabilité. En supposant une indexation annuelle de 1,5% (sur un marché où la rareté foncière est relative), il faudra attendre la 35e année pour que les flux reçus forment un TRI de 2,6%, égal à celui d'un emprunt d'État américain à dix ans aujourd'hui. En appliquant la même méthode au bureau parisien au rendement de 3%, il faut patienter jusqu'à la 52e année.

Il est temps de remettre au goût du jour la notion de délai de recouvrement afin de toucher du doigt le réalisme des paris implicites de l'investissement immobilier. ■

Quelle est la spécificité des comportements d'épargne des ménages français ?

Grégoire NAACKE,
Directeur de l'Observatoire de l'Epargne Européenne

Les français épargnent beaucoup

Avec un taux d'épargne brut s'élevant à 14% de leur revenu disponible, les ménages français épargnent plutôt plus que leurs voisins européens. En effet, le taux d'épargne des ménages anglais, par exemple, est beaucoup moins élevé (4,5%), alors même que dans ce pays le système de retraite publique est beaucoup moins généreux et que les ménages devraient logiquement avoir plus recours à l'épargne individuelle pour préparer la retraite.

Cependant, l'épargne des ménages français est également caractérisée par une abondance de placements sur des supports liquides peu risqués et donc peu rémunérateurs. Cette allocation n'est pas optimale, notamment dans une optique d'épargne de long terme et éventuellement de préparation de la retraite.

Mais une grande partie de leur épargne est concentrée sur des supports de court-terme peu rémunérateurs

En effet, notamment pour des raisons fiscales, l'épargne des ménages français est aujourd'hui en grande partie concentrée sur des produits qui dans un contexte de taux d'intérêts historiquement bas ont un rendement réel négatif ou nul.

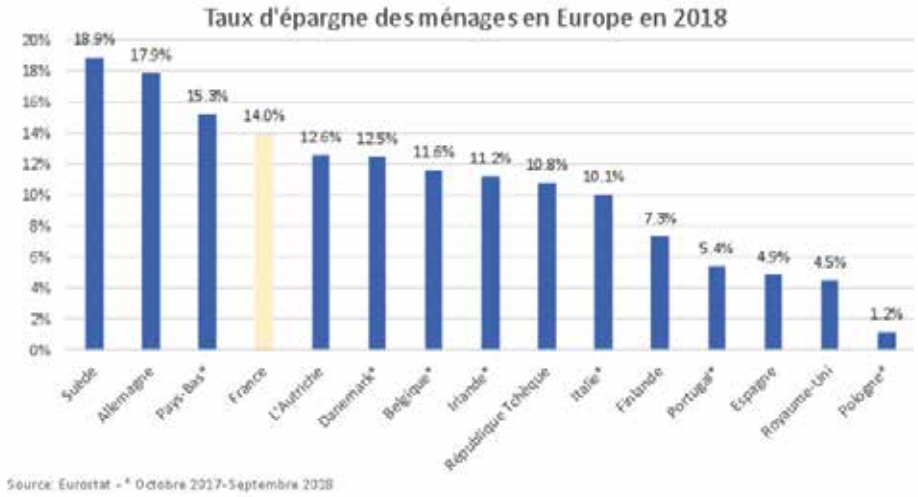
Si les produits d'épargne réglementée existent également dans d'autres pays d'Europe, comme au Royaume-Uni avec les comptes ISA, leur poids dans le patrimoine financier des ménages est particulièrement élevé en France. En effet, l'épargne réglementée (Livret A, Livret de développement durable et solidaire (LDDS), Livret d'épargne populaire (LEP), Plan épargne-logement (PEL) et Plan d'épargne populaire (PEP)) représente 15% du patrimoine financier des ménages français à un niveau agrégé. Or, la rémunération offerte sur ces placements est aujourd'hui inférieure à l'inflation, ce qui signifie qu'ils ont un rendement réel négatif. En effet le niveau d'inflation en France si situe aujourd'hui à 1,8%, alors que la rémunération offerte sur le Livret A est égale à 0,75%, celle du LEP à 1,25% et celle du PEL à 1%.

L'autre produit qui reste le support principal de placement de l'épargne des ménages français est l'assurance-vie. Là aussi, la fiscalité explique en partie ce succès. En effet, les contrats d'assurance-vie bénéficient aujourd'hui d'un traitement fiscal particulièrement avantageux notamment dans le cadre de successions. Les contrats d'assurance-vie représentent 48% des encours de placements financiers des ménages, hors actions non cotées et autres participations. La majeure partie de ces contrats d'assurance-vie (83%) sont des contrats en euros, principalement investis sur des supports a priori peu risqués comme les obligations d'État. Le rendement moyen des contrats d'assurance-vie en fonds euros en 2018 était égal à 1,7%, soit un niveau inférieur à l'inflation.

Au total, nous pouvons dire que plus de la moitié du patrimoine financier des ménages français est placé sur des produits présentant des avantages fiscaux mais dont le rendement réel est négatif.

Importance de l'investissement immobilier

Le patrimoine total des ménages français – financier et immobilier - se caractérise également par une part importante d'actifs immobiliers. Ce



développement de l'investissement immobilier a notamment été favorisé par les taux bas des crédits immobiliers depuis 20 ans. En outre, l'investissement immobilier est rendu particulièrement intéressant en France, dans un contexte de taux bas, dans la mesure où les emprunteurs ont la possibilité de contracter des emprunts à taux fixe sur très longue période, ce qui n'est pas le cas dans les pays anglo-saxons. Selon l'Insee, le patrimoine financier qui représentait la moitié du patrimoine total des français au début des années 2000, n'en représente plus que 40% aujourd'hui. L'évolution des prix de l'immobilier et du volume de crédits a également été un catalyseur pour le développement de l'épargne non financière par rapport à l'épargne financière en France.

Les français sont prudents... trop prudents ?

Finalement les ménages français sont caractérisés par des comportements d'épargne et d'investissement prudents puisqu'ils concentrent leurs placements sur des produits sans risques ou sur l'immobilier. Cette relative prudence des français est également illustrée par leurs comportements financiers de manière plus générale. En effet les travaux de l'OCDE[1] sur l'éducation financières font ressortir les ménages français comme plus prudents et raisonnables que les ménages des autres pays dans la mesure où ils sont beaucoup plus nombreux à épargner de manière active, à faire des achats de manière raisonnée, payer leurs factures à temps et surveiller de près leurs finances. En revanche le niveau de connaissances financières est plus faible en France que dans la moyenne des pays de l'OCDE, notamment sur les questions liées au risque. C'est peut-être ce manque de culture financière qui les amène à ne pas diriger leur épargne vers les bons produits pour les placements de long terme.

Les nouveaux produits d'épargne de long terme

Comme nous venons de le voir, l'allocation non optimale de l'épargne des ménages français pour constituer une épargne de long terme peut s'expliquer, au moins en partie, par une fiscalité trop avantageuse sur des produits de court terme ou sans risques, des aspects culturels et une certaine aversion au risque. Mais l'offre de produits peut aussi probablement être améliorée pour favoriser le développement de l'épargne de long terme.

La loi PACTE, adoptée par le Parlement le 11 avril, prévoit de favoriser le développement du fonds euro-croissance qui offre aux épargnants une espérance de rendement supérieure à un contrat d'assurance-vie en fonds euros en permettant la diversification des investissements sur des actifs plus risqués et de plus long terme, tout en offrant une sécurité de l'investissement à l'échéance. La loi va également simplifier les règles encadrant l'épargne retraite en proposant une portabilité de tous les produits d'épargne retraite, une fiscalité harmonisée et attractive, une concurrence accrue entre les prestataires distribuant les produits et enfin une plus grande liberté de sortie en capital. En agissant sur l'offre ces mesures devraient avoir un impact positif sur le développement de l'épargne longue.

Au niveau européen, la création du « Produit d'épargne retraite paneuropéen » (PEPP), le nouveau produit d'épargne retraite, accessible à tous les citoyens européens tout au long de leur vie, devrait également attirer de nouveaux épargnants.

Encore faut-il que le traitement fiscal de ces nouveaux produits d'épargne longue soit compétitif par rapport aux produits existants. ■

1/ OECD/INFE INTERNATIONAL SURVEY OF ADULT FINANCIAL LITERACY COMPETENCIES© OECD 2016 http://www.oecd.org/daf/fin/financial-education/OECD-INFE-International-Survey-of-Adult-Financial-Literacy-Competencies.pdf

Difficultés qu'ont les français à investir dans les produits destinés au long terme

Claire CASTANET,
Directrice des relations avec les épargnants Autorité des Marchés Financiers

Si le taux d'épargne des Français confortent leur réputation d'écureuils européens après les Allemands (14, 1% d'épargne contre 17,8 %)[1], leur taux d'épargne financière révèle la grande prudence dont ils font preuve vis-à-vis des actifs financiers.

En effet, 75% de l'épargne des français est consacrée à des placements liquides ou garantis[2]. Les placements en actions, malgré une progression de l'intérêt des épargnants exprimé fin 2018, restent « boudés » et sont synonymes dans leur esprit de complexité et de risque élevé[3]. Or, les taux d'intérêts négatifs, les règles prudentielles limitant les possibilités de transformation par les intermédiaires financiers de l'épargne de court terme en épargne de long terme, les conduisent à devoir supporter plus de risques s'ils souhaitent éviter l'érosion de leur épargne. Il s'agit de leur avenir financier[4]. Les experts insistent sur l'importance de l'épargne individuelle et sur les vertus à financer l'économie réelle mais… restent en final peu suivis par les premiers concernés, les épargnants. Les besoins d'épargne sont-ils appréciés différemment par les uns et les autres ? S'agit-il de freins plus profonds qui dépassent le raisonnement rationnel ?

D'après le Baromètre AMF de l'épargne et de l'investissement[5], les français épargnent à 83% pour faire face à des dépenses imprévues, à 72%, pour préparer leur retraite, à 76%, anticiper les besoins liés au vieillissement. En final, constituer une épargne de précaution reste la préoccupation majeure de nos concitoyens ; elle s'étend aux besoins anticipés du grand âge : dépenses imprévues, maintien de l'autonomie le plus longtemps possible, puis financement d'une maison de retraite. Cette épargne de précaution s'inscrit dans un horizon de long ou de très long terme. En toute rationalité, la liquidité immédiate ne devrait donc plus être l'unique critère pour le choix de son allocation d'actifs.

Le **rapport des Français à l'épargne**[6] est très différent selon les personnes. Elles identifient à court terme, l'épargne « plaisir », à durée indéterminée mais disponible pour réaliser ses projets, l'épargne de précaution et, à moyen et long terme, l'épargne « construction » fondée avant tout sur l'immobilier. Ces différentes épargnes sont constituées de manière séquentielle. Si l'histoire familiale facilite la transmission des savoir-faire, pour la plupart, investir en actions n'est pas naturel. L'épargne de long terme n'est jamais associée, sauf pour quelques rares connaisseurs, à l'investissement en actions. La projection sur le très long terme est difficile.

1/ Source BDF Placements et patrimoine des ménages aux 3ème et 4ème trimestres 2018 – février 2019 https://www.banque-france.fr/statistiques/epargne/epargne-des-menages

2/ AMF Stimuler l'investissement de long terme en actions p6 juillet 2017 https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances

L'étude Kantar TNS pour l'AMF révèle les **freins psychologiques** des épargnants. Le fonctionnement de la Bourse est perçu comme « proche d'un casino ». L'investissement en actions serait **aléatoire et risqué**. La réduction du risque par la diversification n'est pas connue ; le lien avec la croissance économique n'est pas fait. L'effet du temps sur la diminution du risque est rarement pris en compte[7] ; le bénéfice de stratégies de rebalancement annuel d'un portefeuille actions/obligations non plus[8]. Les actions semblent **peu accessibles**, réservées à des connaisseurs. La possibilité d'investir via des fonds et de confier la gestion à un professionnel paraît opaque. Certains croient que les actions cotées sont bloquées et non liquides.

La finance comportementale a mis en avant les différents biais comportementaux auxquels est soumis l'épargnant : biais de **représentativité**[9], **d'ancrage**, **conservatisme**[10], **comptabilité mentale**[11], **sur-confiance**, **disposition**[12], **confirmation**[13], **d'aversion au risque**[14]… qui peuvent le conduire à des décisions d'investissement peu rationnelles. Les investisseurs sont jugés trop lents à réviser leurs opinions ou au contraire trop prompts à le faire. Les expériences jugées négatives restent dans les mémoires plus que les événements positifs.

Que faire face à cette situation ?

L'éducation financière devient une nécessité nationale[15] pour s'assurer d'un niveau de compréhension des principaux critères d'investissement, pour enrichir le dialogue avec le professionnel. Combattre les idées reçues sur les placements en actions s'avère indispensable pour assurer une performance de l'épargne financière, encore faut-il le faire de manière pertinente et adaptée aux situations individuelles.

Le **rôle des conseillers est majeur**. La primauté de l'intérêt de son client est inscrite dans les obligations de la profession. Aussi, s'assure-t-il de la compréhension, des connaissances et de l'expérience de son client, de sa tolérance au risque et sa capacité à supporter des pertes, et enfin de **son consentement éclairé**. Les visites mystère de l'AMF permettent de constater une amélioration dans la découverte du client par le conseiller, mais il reste à encore à progresser sur la transparence des frais, sur l'exploration de l'attitude du client face au risque sur l'évaluation de ses connaissances et de son expérience. Le dialogue n'est pas assez fondé sur la documentation réglementaire qui seule permet une comparabilité entre les produits. Si les règles MIF1 semblent être mieux connues, et l'on peut s'en réjouir, les exigences MIF2 restent encore insuffisamment appliquées.

Ces exigences sont de nature à **valoriser le métier de conseil en instruments financiers**. ■

3/ Lettre de l'Observatoire de l'épargne de l'AMF n°31 31/12/2018 https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Lettre-de-l-observatoire-de-l-epargne

4/ Discours de Robert Ophèle Assises Européennes de la Gestion 10/10/2018 https://www.amf-france.org/Actualites/Prises-de-paroles/Archives

5/ LOE AMF n°31

6/ Stimuler l'investissement de LT en actions

7/ « Stimuler l'investissement en action » p 25

8/ La performance comparée des différentes stratégies d'épargne sur supports français Mosson, Darpeix, 2018 https://www.amf-france.org/Publications/Lettres-et-cahiers/Risques-et-tendances

9/ Grether, 1980.

10/ Edwards, 1968 ; Barberis, Shleifer, Vishny 1998

11/ Thaler, 1985.

12/ Grinbalt et Han 2001

13/ Festinger 1957 ; Goetzman et Peles 1997

14/ Kahneman et Tversky 1979 ; 1992

15/ La stratégie nationale d'Education financière a été lancée par le Ministre de l'Economie en décembre 2016 avec les ministères de l'Education Nationale et des Affaires sociales et la BDF

Pour un *family office*, la diversification du risque passe par des investissements de long terme

Jean-François BLAS,
Président Directeur général de SOFIVAL

Le secteur de l'aménagement des domaines skiables est par nature un domaine dans lequel les investissements sont importants et ont vocation à s'amortir sur une durée longue comprise entre 25 et 30 ans.

En France, ce secteur est soumis au régime de la Délégation de Service Public, c'est-à-dire qu'une autorité organisatrice, qui peut-être une Commune, une Communauté de Communes ou même un département, rédige un cahier des charges et lance un appel d'offres qui fixe les conditions dans lesquelles le domaine skiable sera aménagé et exploité.

En contrepartie des engagements d'investissement demandés, l'autorité organisatrice octroie une durée d'exploitation au délégataire choisi, qui peut être de 20, 30 ou 40 ans, en fonction du montant d'investissement demandé. En règle générale, ce montant est élevé, souvent de l'ordre de 20 à 25% du chiffre d'affaires attendu.

Le secteur est donc très capitalistique et, à la fin de la délégation, le délégataire doit remettre l'ensemble des installations à son délégant pour une valeur qui ne peut excéder la valeur nette comptable des biens, c'est-à-dire qu'elle ne tient pas compte des actifs immatériels de l'entreprise et en particulier de la clientèle acquise.

Ce système, qui ne s'applique qu'en France, explique en partie le retard d'équipement par rapport à certains pays comme l'Autriche. Les exploitants ont en effet tendance à ne plus investir quand se profile la fin du contrat, sachant qu'ils courent le risque de ne pas être reconduits lors du futur appel d'offres, et que, s'ils le sont, le délégant va demander un effort d'investissement très conséquent.

Cette course aux investissements pouvait encore se comprendre dans les années 1980-2000, au cours desquelles les chiffres d'affaires progressaient fortement ; mais aujourd'hui, le marché est mature, la fréquentation n'augmente plus et la croissance ne peut se faire qu'au gré des augmentations tarifaires.

C'est dans ce contexte que SOFIVAL, créée en 1938 pour équiper et exploiter le domaine skiable de Val d'Isère, s'est peu à peu développée en reprenant également dans les années 2000 les domaines skiables d'Avoriaz, de Valmorel et de La Rosière. A chaque fois, de nouveaux contrats ont été signés, ou des prolongations accordées, avec en contrepartie un programme d'investissements de plusieurs dizaines de millions d'euros demandé par la collectivité. Ces investissements sont, en général dans les grandes stations, financés en partie par les cash-flow importants dégagés par l'exploitation mais le recours à l'emprunt est aussi nécessaire. La cession en 2007 de la Société des Téléphériques de Val d'Isère à la Compagnie des Alpes, leader mondial, a permis à SOFIVAL de se diversifier dans d'autres secteurs et de fonctionner comme un family office. Nous investissons sur nos fonds

© Scalpfoto.com

propres et avec un effet de levier, ce qui nous a permis de nous intéresser à des secteurs très diversifiés, tels que :

- l'hôtellerie – 7 hôtels à Chamonix, Les Arcs, les Deux Alpes – industrie très capitalistique elle aussi, mais créatrice de valeur quand les emplacements sont de qualité et les établissements bien gérés ;
- les services, avec la société LAVANCE qui installe des équipements de lavage dans des stations-services et des hypermarchés, et exploite elle-même des centres de lavage, et la société SET ENVIRONNEMENT, acteur de la dépollution (amiante, plomb…) qui intervient souvent en site occupé usines ou bureaux ;
- l'industrie avec la construction et l'exploitation d'une centrale de cogénération fonctionnant à la biomasse et produisant de l'électricité vendue à ERDF et de la chaleur à des serristes contigus à l'installation.

Ces nouvelles activités, dans lesquelles SOFIVAL joue un rôle de holding animatrice, représenteront en 2019 près des 2/3 d'un chiffre d'affaires supérieur à 180 M€. A chaque fois, la qualité du management est primordiale et c'est elle qui emporte la décision plus que le secteur d'activité.

La durée de conservation de ces participations n'est pas fixée au départ, n'ayant pas d'engagement vis-à-vis de tiers souscripteurs. Elle est donc très variable, liée à la création de valeur qui peut être générée parfois sur une durée longue.
Néanmoins, l'échéance est forcément moins lointaine qu'une délégation de service public car leur vocation est de tourner pour pouvoir financer d'autres investissements.

SOFIVAL a également une activité de private equity en direct dans des sociétés en croissance, ou opérant sur un secteur en consolidation, et en souscrivant à des FCPR de la place permettant de mutualiser le risque et de bénéficier d'une fiscalité favorable.

L'immobilier a aussi sa place dans nos choix d'investissement avec des immeubles à Paris, à Val d'Isère ou au Portugal. Ce sont là aussi des investissements de long terme qui peuvent être financés en partie par des emprunts grâce à un coût de l'argent très faible.

En conclusion, on peut dire que SOFIVAL a réduit depuis une quinzaine d'année la durée de son retour sur investissement (qui était très longue, même si très rentable) avec pour but la diversification du risque en cette période où la visibilité sur l'évolution des pratiques et des comportements est de plus en plus réduite. ■

Les caisses de retraite françaises, resteront-elles des investisseurs de long terme ?

Henri CHAFFIOTTE,
Directeur de La Caisse Autonome de Retraite des Médecins de France
Président de la Commission Investissement Retraite de l'AF2I

Les caisses de retraites françaises gèrent quasi exclusivement des régimes par répartition, et n'ont donc pas vocation à avoir des réserves importantes. Elles détiennent toutefois des actifs non négligeables, même si leurs montants ne peuvent rivaliser avec ceux gérés par les assureurs. Les réserves de l'ensemble des caisses (et des organismes tels que le Fonds de réserve pour les retraites) représentent environ 200 Mds€ pour des dépenses annuelles totales de prestations d'environ 300 milliards.

Les caisses de retraite ont vocation à être des investisseurs de long terme, la duration moyenne de leurs actifs devant être adaptée à celle de leur passif. C'est évident pour les fonds de pension gérés en capitalisation, mais également pour les régimes gérés en répartition, dont le passif est constitué non pas des engagements de retraites, mais des déficits techniques (cotisations – prestations) futurs.

En conséquence, l'appétence des investisseurs des fonds de retraites pour la diversification

Réserves des régimes en répartitions	En Mds€	En mois de prestations
CNAVPL	1,7	14
CNBF	0,6	46
RSI	0,7	1
Sous total «régimes de base »	3,0	
BDF	5,4	138
CNRACL	2,2	1
CRPCEN	0,4	6
Sous total « régimes intégrés »	8,0	
AGIRC-ARRCO	70,8	11
IRCANTEC	7,5	32
MSA complémentaire	0,2	3
RCI	16,4	108
CNAVPL complémentaire	21,8	87
CNBF complémentaire	1,2	70
Sous total « régimes complémentaires »	118,0	
Total des réserves	**128,9**	
Régime de la FPE	3,2	
Réserves du FRR (en Mds€)	**36,0**	
Régimes en capitalisation	Provisions (en Mds€)	Actif net (en Mds€)
RAFP	20,2	21,7
CAVP	5,7	7,3
Total des provisions	**25,9**	**29,0**

Source : HCRR

des actifs détenus au sein des portefeuilles leur permet d'être des acteurs sur l'immobilier et sur les infrastructures. Surtout, ils sont naturellement des investisseurs en actions, principalement nationales et européennes, en restant des actionnaires stables. Ils se positionnent également en capital investissement, accompagnant les différentes phases de croissance des entreprises non cotées. Le positionnement des fonds de retraites contribue à un rééquilibrage du financement de l'économie.

Si l'on examine les allocations d'actifs des principales caisses de retraite, on voit que la proportion d'actions et d'immobilier est très supérieure à celles d'autres investisseurs tels que les assureurs.

À fin 2016, les placements en actions des sociétés d'assurance vie représentaient 17% des actifs et l'immobilier seulement 4%.

Dans le même temps les actions et l'immobilier représentaient 34% des actifs des régimes AGIRC-ARRCO, 44% des actifs du régime complémentaire des indépendants et plus de 50% des actifs des régimes complémentaires des caisses de professions libérales (62% pour la CARMF). Quant au FRR, les actions représentaient plus de 40% de ses actifs.

Les actifs des caisses de retraite françaises sont donc jusqu'à présent significativement orientés vers l'investissement de long terme.

Qu'en sera-t-il à l'avenir ? Deux facteurs peuvent influencer cette orientation.
Tout d'abord, la réglementation met de plus en plus l'accent sur la sécurité à court terme des placements au détriment de leur rentabilité à long terme. C'est le cas pour les assureurs avec la directive « solvabilité II » qui pénalise fortement les investissements en actions par rapport aux investissements obligataires.

Pour les caisses de retraites des professions indépendantes (artisans, commerçants, professions libérales) le décret du 9 mai 2017 a limité les quotas d'investissements en actions et instauré des contraintes d'adossement obligataire en cas de déficits techniques des régimes.

Mais c'est surtout le projet de régime universel des retraites, piloté par le Haut-commissaire à la réforme des retraites Monsieur Jean-Paul DELEVOYE, qui risque de pénaliser l'investissement à long terme des réserves des régimes de retraite.

Le futur système universel, tel qu'annoncé par le Président de la République lors de la campagne électorale, repose sur des principes simples :

- Un régime couvrant l'ensemble de la population ;
- Un compte de retraite unique pour chaque travailleur ;
- Un euro cotisé donnera les mêmes droits à la retraite, quelle que soit la profession (rendement du régime uniforme).

Toutefois, si le système universel concerne l'ensemble de la population, se pose la question du niveau de couverture ou en d'autres termes, du plafond de l'assiette des cotisations.

Le choix affiché par le pouvoir politique est celui d'un plafond couvrant la quasi-totalité des revenus : trois plafonds annuels de sécurité sociale, soit 121 572 € annuels pour 2019, couvrant 95 % des revenus, et 98% des actifs, salariés ou indépendants.

Le système universel deviendrait alors un régime unique, impliquant la quasi-disparition des régimes complémentaires.

Dès lors que les régimes seraient fusionnés, se pose la question du devenir de leurs réserves, ou de la partie d'entre elles correspondant à une couverture de passif. Dans l'hypothèse d'un regroupement, quelle serait l'allocation d'actifs future ? Il y a un risque que ces réserves soient rapidement consommées pour couvrir des déficits techniques, ce qui entraînerait une diminution importante des actifs de long terme.

Il convient au contraire de maintenir et même de renforcer ces réserves.

L'existence de réserves conséquentes apparaît en effet essentielle pour la stabilité du futur système universel. Un plan d'accroissement des réserves existantes qui seront affectées à ce système pourrait les faire monter progressivement à quelques années de pensions, ce qui assurerait un tampon aux mauvaises années de conjoncture et augmenterait, certes marginalement mais sûrement, le montant moyen des pensions versées. Les allocations de ces réserves devraient être gérées dans une perspective de long terme et adaptées aux types d'objectifs. Les parts en actions et actifs réels dépendront du niveau de risque supportable par les porteurs, sans doute plus élevé que dans le cas de réserves individuelles.

La capacité des entités qui géreront le régime universel à se positionner en investisseurs de long terme est essentielle :

- d'une part, parce qu'elles seront des acteurs efficients du financement de l'économie réelle : actions, cotées ou non, dettes d'entreprises, mais également projets d'infrastructures, participations à des projets d'immobilier de logements …
- d'autre part, parce qu'en accroissant leur capacité à diversifier leurs actifs, elles généreront de meilleurs rendements sur le long terme, et surtout une aptitude naturelle à la résilience en cas de chocs financiers. La notion de rendement de long terme est essentielle pour un salarié qui investit périodiquement durant toute sa carrière professionnelle, soit environ 40 ans, car se pose la question de l'érosion des rendements par rapport à l'inflation.

Les organismes gérant les réserves actuelles ont fait ces dernières années la preuve de leur capacité à gérer dans l'intérêt des cotisants et bénéficiaires, de leur souci de moderniser leur gouvernance vers plus de transparence, de leur résilience dans des conditions de marché adverses ou complexes, de leur aptitude à fédérer d'autres acteurs, pour atteindre une taille critique et obtenir une meilleure efficacité. Ils constituent un socle sur lequel le régime universel devra s'appuyer pour la gestion des actifs. ■

Repenser la construction de portefeuille pour faire face aux défis de notre temps

Théodore ÉCONOMOU,
Président du Comité de Placements, Fondations de Prévoyance Lombard Odier, Genève, Suisse

L'environnement actuel présente un défi sans précédent pour les institutions de prévoyance suisses. Sous la législation en vigueur, elles fonctionnent par capitalisation et doivent de facto maintenir un taux de couverture supérieur à 95%. En même temps, elles requièrent des rendements de 2 à 4% pour maintenir l'équilibre actuariel et offrir un rendement à leurs membres actifs. Et comme générer du rendement implique de la prise de risque, celle-ci doit être étroitement calibrée afin d'éviter des dérapages du taux de couverture. Pour couronner l'épreuve, cet exercice doit être réussi dans un environnement de taux obligataire négatifs, d'une monnaie forte, et de valorisations boursières qui atteignent des hauts historiques.

Une caisse de pensions suisse en a conclu qu'une gestion de portefeuille traditionnelle n'était pas conservatrice, car elle exposait sa fortune à des risques trop élevés. Cette réflexion a mené à repenser de façon radicale la construction de portefeuille et à combiner conservatisme et innovation afin de relever ce défi.

Le défi : réconcilier prudence et performance

La caisse de pensions de la Banque Lombard Odier est une fondation suisse plus que centenaire. Fondée en 1911, la caisse est mature, et compte aujourd'hui environ 1 700 membres actifs pour 600 retraités. À fin 2018, sa fortune s'élevait à environ 1,3 milliards de Francs suisses.

Sous la règlementation suisse, il est usuel que le régulateur se penche sur la situation d'une caisse lorsque le taux de couverture baisse en dessous de 100%. Et il est généralement attendu qu'il impose des actions correctives si celui-ci chute en dessous de 95%. Ces actions incluent généralement une augmentation des cotisations des membres actifs ainsi qu'un gel de leur fortune. Une situation qu'il est donc souhaitable d'éviter.

Dans ce contexte, la caisse a choisi un double objectif pour la gestion des actifs : d'une part générer une performance annuelle de 3%, ce qui aujourd'hui se traduit en un objectif de 4% au-dessus du taux des liquidités. Et d'autre part, éviter un dérapage du taux de couverture de plus de 11% sur un horizon d'une année, le taux de couverture actuel se situant à 107%.

Une exigence d'apparence plutôt simple, mais qui impliquait un défi de gestion formidable. La taille de ce défi peut être appréhendée en considérant la performance historique des portefeuilles institutionnels en Francs suisses (sachant que la même analyse est valide dans d'autres monnaies). Un portefeuille investi 40% en actions et 60% en obligations et immobilier (dit « LPP40 »), a historiquement atteint la cible de performance de 4% en dessus du cash. Mais il a subi des fluctuations atteignant -25% en période de crise. Un portefeuille plus conservateur, investi seulement 25% en actions (dit « LPP25 »), a délivré seulement 2,5% d'excès de rendement tout en manquant aussi la cible de risque, subissant une chute de -15% en 2008.

La conclusion était donc limpide : investir selon le modèle traditionnel suisse ne pouvait satisfaire le double mandat donné à la caisse. Une allocation élevée aux actions résultant en un risque inacceptable de chute de fortune, et une allocation au risque plus modeste manquant doublement ses cibles.

Cette constatation, présentée au conseil de fondation en 2014, a mené à repenser de fond en comble la structure du portefeuille et à la mise en place d'une nouvelle structure fin 2015.

Une nouvelle approche : trois portefeuilles

La solution a consisté à développer trois portefeuilles, chacun avec un horizon de temps propre et distinct : court-terme, moyen terme et long-terme.

Cette structure réconcilie la gestion du risque à court terme avec l'avantage propre à une caisse de pension d'investir à long-terme.

Ainsi, le portefeuille à long-terme représente 30% des actifs et vise à maximiser la performance avec des positions illiquides. Avec un horizon de temps de plus de sept ans, il investit pour plus d'un tiers chacun dans des actions non-cotées et dans l'immobilier, ainsi que dans l'infrastructure, le crédit non coté, et divers placements alternatifs. Le résultat est une exposition aux actions non cotées de 11%, un pourcentage inhabituellement élevé dans l'univers des caisses de pensions helvétiques.

La durabilité comme source de performance

Le portefeuille à moyen-terme investit avec un horizon de trois à sept ans. Représentant 40% des actifs, il est composé de mandats traditionnels en actions et obligations cotées. La durabilité en est un élément central car Lombard Odier part du principe que, face aux tendances qui transforment rapidement notre monde, la durabilité constituera la principale source de performance future.

Le mandat actions globales en est un exemple représentatif. En s'écartant de son indice pour privilégier des sociétés à composantes durables, il a généré une surperformance annualisée nette de plus de 4% par an depuis son lancement il y a plus de dix ans. L'autre moitié de l'allocation actions se concentre sur les pays émergents et suit une stratégie qui mise sur la durabilité du modèle financier d'une entreprise, de ses pratiques commerciales et de son modèle d'affaire. Ainsi il n'investit pas dans des sociétés où l'état est l'actionnaire principal, ni dans le secteur de l'énergie fossile, et préfère la thématique de l'émergence du consommateur.

Une gestion dynamique « tout terrain » au cœur des actifs

Le troisième portefeuille compte un quart des actifs et vise à être extrêmement liquide. Dans ce but, il est composé exclusivement d'indices et d'obligations. La fonction principale de ce portefeuille est d'amortir les baisses de marchés tout en générant une surperformance à long terme de 4% par rapport aux liquidités. Pour ce faire la stratégie gère activement tant l'allocation entre classes d'actifs que le risque total du portefeuille. Mise en place avec succès depuis près de dix ans, cette stratégie « tout terrain » suit le conseil donné en 1953 par le prof. Harry MARKOWITZ : séparer la construction du portefeuille optimal, de la calibration du risque. En conséquence, l'exposition totale peut baisser sous 100% dans des marchés défavorables et dépasser 250% dans des marchés haussiers.

Depuis la mise en place de cette structure à trois portefeuilles, la performance a été au rendez-vous. La volatilité réalisée est inférieure à l'indice LPP25, et la performance supérieure à l'indice LPP40. Les chutes de valeurs sur ces trois dernières années ont été de moins de 4%, bien en deçà de la limite de 11%.

Cette performance reflète un modèle de portefeuille très différent de la norme helvétique. Cependant cette différence résulte de choix considérés, faits après avoir entièrement repensé la construction de portefeuille face au défi d'un monde en pleine mutation. La conclusion étant que pour rester conservateur face à ce défi, il est impératif qu'un portefeuille ne soit plus traditionnel. ■

******

L'auteur souhaite remercier M. Olivier ROUSSEAU, membre du Directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites, d'avoir généreusement partagé sur de nombreuses années ses idées et conseils sur la construction de portefeuille.

Entretien avec Michel BON

Michel BON,
Président de Fondact

Pouvez-vous présenter Fondact ?
Notre association Fondact réunit les organisations et personnes qui croient aux vertus de l'entreprise participative. C'est-à-dire celles qui, grâce à des mécanismes tels que l'intéressement, la participation, l'actionnariat salarié, associent leurs salariés à leurs réussites. Nos adhérents sont essentiellement des entreprises (grandes, de taille intermédiaire ou PME), une bonne centaine en tout, en pointe dans ce domaine. Les autres adhérents sont des personnes qui soutiennent cette idée à titre individuel ou encore des sociétés qui aident les entreprises à la mettre en œuvre (conseil pour l'installation et la gestion de formules participatives, gestion de l'épargne générée, etc.)

Fondact une petite association, avec un délégué général, Daniel GÉE, et un conseil d'administration que je préside, et qui réunit les patrons de quelques-unes des grandes entreprises participatives parmi lesquelles Schneider Electric, STEF, Sonepar, Eiffage, Saint Gobain, Auchan, etc.

Pour soutenir notre action auprès des pouvoirs publics, nous mettons en place des groupes de travail composés de spécialistes qui élaborent des propositions concrètes d'amélioration des textes ou des pratiques dans notre domaine, le partage de la réussite. Deux sont actuellement en route. L'un s'intéresse à la mise en œuvre pratique de la loi PACTE dans les TPE et PME ; l'autre recherche les moyens de parvenir à l'objectif de 10% du capital de l'entreprise détenu par ses salariés. Nous avons également un « Club d'entreprises », dans lequel les DRH de nos adhérents discutent très concrètement de leurs actions dans le domaine du partage de la performance et des problèmes qu'ils rencontrent.

L'actionnariat salarié atteint un niveau important en France. Pouvez-vous nous en donner les raisons ?
Il convient d'abord de relativiser : ce n'est que par comparaison avec l'étranger que l'on peu parler de « niveau important ». L'actionnariat salarié demeure extrêmement rare dans les PME et, plus généralement, dans les entreprises qui ne sont pas cotées en bourse. Même dans celles qui le sont, seules trois des 120 plus grandes entreprises cotées, ont plus de 10% de leur capital détenu par leurs salariés et retraités, et seize autres n'en ont qu'entre 3% et 10%. Autrement dit, 85% des sociétés du SBF 120 qui ont moins de 3% de leur capital entre les mains de leurs salariés. On ne peut donc pas parler d'un niveau important de l'actionnariat salarié en France. Et le gouvernement, qui, avec la loi PACTE, souhaite améliorer cette situation, en a bien conscience.

Mais il est vrai que c'est pire ailleurs ! Toutefois, la Grande Bretagne et les Etats-Unis vont rapidement nous dépasser. Les raisons de ces différences internationales sont multiples. Elles

résultent d'abord d'un effet de comptage : dans la plupart des pays, les cadres reçoivent des actions, sous forme de *stock-options*, mais une fois qu'ils les ont levées, ces salariés se fondent dans la masse des actionnaires individuels et ne sont donc pas comptabilisés comme actionnaires salariés. En France la distribution de stock-options a été si souvent attaquée et pénalisée qu'elle est aujourd'hui marginale.

D'autres raisons tiennent à la fiscalité. Dans de nombreux pays, il est possible de verser des primes à un salarié ou à un groupe de salariés pour les associer à la réussite sans que ces sommes fassent l'objet de lourdes charges fiscales et sociales. Enfin, dans certains pays comme l'Allemagne avec la cogestion, l'association des salariés à la bonne marche de l'entreprise se fait par d'autres moyens que l'actionnariat.

La raison de l'écart français est historique. Pendant presque tout le XXème siècle, l'idéologie marxiste a entretenu l'idée d'un antagonisme irrémédiable entre capital et travail. Dans de nombreux pays, on a cherché une façon d'échapper à ce dilemme, En Allemagne, ce fut la cogestion. En France, le Général de Gaulle, dès 1959, par l'introduction de l'intéressement, puis en 1967 avec la participation, apporta une réponse originale, celle de l'association des salariés à la réussite de l'entreprise. Ce faisant, il a permis à de nombreux salariés de se constituer une épargne, en plaçant et en accumulant les sommes qui leur étaient ainsi versées. C'est cette épargne qui a permis aux salariés de devenir actionnaires de leur entreprise.

Quels sont les apports de la loi Pacte qui vient tout juste d'être définitivement adoptée par le Parlement ?
En matière d'actionnariat salarié, il s'agit principalement de mesures fiscales.

Lorsque l'entreprise verse à ses salariés un abondement à l'épargne qu'ils investissent en actions de l'entreprise (par exemple, si vous achetez deux actions, je vous en offre une troisième, jusqu'à un certain niveau), cet abondement était soumis à un impôt de 20%, appelé « le forfait social ». Son taux est maintenant diminué de moitié, à 10%.

Si l'entreprise le souhaite, et si les autres actionnaires l'acceptent, les actions pouvaient être vendues aux salariés avec une décote de 20%. Désormais, celle-ci pourra s'élever à 30%, voire même 40% en cas d'engagement de conservation sur une très longue durée.

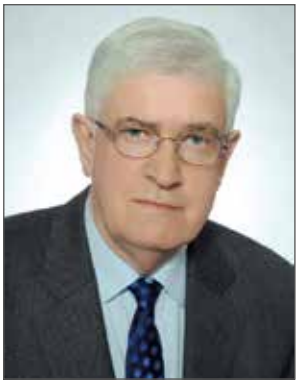
Ces deux avancées sont une très bonne réponse au principal argument contre l'actionnariat salarié, à savoir qu'il est dangereux pour le salarié car il l'incite à mettre son emploi et son épargne dans le même panier. Avec les nouvelles dispositions, si une entreprise offre un abondement de 50% jusqu'à 300 actions, et qu'elle vend ces 300 actions à 60 euros au lieu de 100, cela veut dire que le prix de revient pour le salarié sera de 30 euros pour une action cotée 100 euros. Il faudrait que la bourse baisse vraiment énormément, de 70%, pour que l'argent investi par le salarié soit touché.

Y a-t-il d'autres enjeux et développements envisageables ?
Bien sur, énormément de progrès sont encore possibles ! Et Fondact a, sur ses étagères, de nombreuses propositions pour améliorer un système qui demeure complexe pour les TPE et PME ainsi que pour les entreprises non cotés. Mais la priorité aujourd'hui, après plus d'un an de débat autour de la loi Pacte, n'est pas de la changer, c'est de lui donner son plein effet.

La loi a très justement ciblé les PME comme principales bénéficiaires. En effet, c'est précisément dans ces entreprises que les outils de la gestion participative sont les plus incitatifs et performants. Plus l'entreprise est petite, plus il est facile à chaque salarié de mesurer, au quotidien, sa propre contribution à la réussite. C'est dans ce monde des TPE/PME que l'idée d'entreprise participative est la plus concrète. Il faut donc tout faire pour qu'elles s'emparent des nouveaux outils qu'apporte la loi Pacte.

Tous ceux qui croient aux vertus de l'entreprise participative doivent se mobiliser pour en convaincre les patrons de PME qu'ils connaissent. L'entreprise participative, ce n'est pas un précieux petit secret à garder pour soi. C'est tout le contraire : si, grâce à ce modèle, les autres entreprises vont mieux à leur tour, c'est tout le climat économique qui en profitera.■

L'épargne salariale : 70 ans d'allers-retours



Daniel GEE,
Délégué Général
de Fondact

Dans une allocution prononcée en 1949, le Général de Gaulle déclarait :
« Il faut vouloir changer l'atmosphère sociale de ce pays et non pas passer son temps à se battre sur des histoires de primes temporaires. Il faut, d'autre part, augmenter massivement la productivité française. Cela implique que les ouvriers ne soient plus des instruments, mais des associés. Je crois que l'association du capital et du travail est le bon chemin pour parvenir à ce double but ».

Dix années après ce vœu, une première étape est franchie avec la publication, en janvier **1959**, d'une ordonnance instituant l'**intéressement des salariés**. Différentes formes sont prévues : intéressement aux résultats financiers, à l'accroissement de la productivité ou participation au capital via des actions détenues par les salariés.

Dans un premier temps, le mécanisme ne séduit guère à cause sans doute de la complexité de sa mise en œuvre, d'une incitation fiscale insuffisante et d'un manque d'information des employeurs.

Pour y remédier, les **ordonnances du 17 août 1967** rendent la participation obligatoire pour les entreprises employant plus de 100 salariés et l'assortissent de mesures fiscales et sociales très favorables pour les employeurs comme pour les salariés. Elles instituent également le plan d'épargne d'entreprise et donnent naissance à ce qu'il est convenu d'appeler « l'épargne salariale », vocable sous lequel sont regroupés tous les mécanismes de partage des profits, de la performance, l'actionnariat salarié et les plans d'épargne salariaux.

Au cours du demi-siècle suivant, cette réforme fondamentale qui fait converger l'intérêt des salariés fournissant le travail et des actionnaires apportant le capital, va faire l'objet de nombreuses évolutions. Positives parfois, négatives trop souvent.

En 1986, le Plan d'Epargne d'Entreprise est opportunément revisité pour la privatisation des entreprises industrielles et bancaires qui avaient été nationalisées en 1981. Le plafond d'abondement est revalorisé et la loi impose qu'une part du capital des entreprises revenant dans le secteur privé soit proposée à leur personnel à des conditions attrayantes. C'est durant cette période que se développe l'actionnariat salarié, phénomène qui se perpétuera si bien que la France est aujourd'hui le pays d'Europe comptant le plus de personnes détenant des actions de leur entreprise.

En 2001, un rapport commandé par le Premier ministre constate une déficience de la participation et de l'intéressement dans les petites entreprises. Une nouvelle loi, dite « Loi Fabius », est promulguée. Elle crée le PEI, Plan d'Epargne Interentreprises, qui permet aux TPE, petites PME et aux travailleurs non salariés (TNS) de mettre en place l'épargne salariale par référendum aux 2/3 des salariés. Ce texte ouvre timidement la voie à l'épargne retraite avec un plan permettant d'investir sur une durée de dix ans.

Les distributeurs traditionnels de l'épargne salariale, mais aussi les conseillers en gestion de patrimoine et en rémunérations s'emparent de cette possibilité créant un début de démocratisation de l'épargne salariale, très

orienté toutefois vers les TNS. Cette clientèle est en effet facilement abordable par les banques et les assureurs. L'approche des TPE et PME est plus complexe et plus couteuse, car elle nécessite l'organisation de réunions d'information et de vote des salariés.

En 2008, l'épargne retraite fait réellement son apparition avec le PERCO (Plan d'Epargne Retraite Collectif) qui se substitue au mécanisme institué en 2001. Facultatif, il s'accompagne d'un abondement majoré de l'entreprise pour la participation, l'intéressement et l'épargne volontaire des salariés. Les sommes investies sont indisponibles jusqu'au départ à la retraite du bénéficiaire. Des possibilités de déblocage anticipé sont toutefois prévues pour l'accession à la propriété de la résidence principale ou en cas d'accidents de la vie. L'une des spécificités du PERCO, qui explique largement son succès, est la possibilité, de transformer, lors du départ en retraite, le capital en rente viagère, ou encore de le liquider en espèces totalement ou partiellement.

Entre 2008 à 2012, plusieurs dispositions viennent freiner l'expansion de l'épargne salariale. En premier lieu, celle qui rend la participation disponible immédiatement. Dommage ! Pour beaucoup de salariés, cette épargne « forcée » constituait un matelas de sécurité face aux aléas de la vie.

L'année 2008 voit la naissance du forfait social au taux encore raisonnable de 2%. Mais il sera très vite et régulièrement augmenté passant à 4% puis 6%, puis 8% avant de faire un bond à 20% en 2012. Le rythme de développement de la participation et de l'intéressement, qui était de l'ordre de 7% par an jusqu'en 2008, est brutalement freiné. Conséquence de cette taxation, de nombreux accords de participation dérogatoires, d'intéressement, d'abondement sont dénoncés.

La fiscalité imposée aux entreprises et à leurs salariés est également considérablement durcie pour les plans d'attribution gratuite d'actions, qu'ils soient discrétionnaires ou collectifs, au point de les voir disparaitre jusqu'en **2017,** date à laquelle la loi de finances rétablit une fiscalité acceptable.

Retour dans le bon sens également avec **la loi PACTE** -Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises- adoptée **le 11 avril dernier** et qui contient de nombreuses dispositions destinées à favoriser l'essor de l'épargne salariale dans les TPE-PME, l'épargne retraite et l'actionnariat salarié : le forfait social sur la participation, l'intéressement et l'abondement est supprimé dans les entreprises de moins de 50 salariés. Il est supprimé également pour l'intéressement dans les entreprises employant jusqu'à 250 salariés.

Pour favoriser le développement de l'actionnariat et réduire les risques des salariés, les augmentations de capital qui leur sont réservées pourront être assorties d'un rabais pouvant atteindre 30 ou 40% pour un investissement respectivement de 5 ou 10 ans. Pour les entreprises, le forfait social est ramené de 20 à 10% sur l'abondement lié à l'actionnariat.

Cette nouvelle réforme montre une réelle volonté des pouvoirs publics de favoriser le partage de la valeur. Si, à terme, l'ensemble des salariés pouvait être concerné, alors la volonté exprimée par le Général de Gaulle qu'ils *« ne soient plus des instruments, mais des associés »* prendrait réellement forme.

Tout vient à point à qui sait attendre ! ■

La Comptabilité des instruments de Capital en I.F.R.S.

Jean-Jacques PERQUEL
Président du
Groupe Finance,
Centre des Professions
Financières

Le Plan Comptable Général Français date de 1947. Il s'agissait dans un pays qui avait toujours été dominé par un grave déficit public et, depuis la première guerre mondiale, une forte inflation, d'établir une comptabilité nationale répondant aux besoins d'industriels et de banquiers selon lesquels il faut protéger les créanciers contre le risque de l'insolvabilité des débiteurs. La Peur du Risque fait partie de notre culture comme le Désir du Risque est un des piliers de la culture Anglo-Saxonne, actuellement dominante.

Dans cette « culture », une importance très grande est donnée à l'Investisseur. C'est lui qu'il faut protéger en l'informant au maximum de la situation d'entreprises dans lesquelles il serait susceptible de placer des fonds. Tout le travail de l'I.A.S.C. (*International Accounting Standards Committee*) devenu en 2001 l'IASB (*International Accounting Standards Board*) consiste à fournir aux actionnaires et obligataires toutes les informations qui doivent leur permettre de juger de la qualité des entreprises qui font appel à eux.

La norme I.F.R.S. 9 « instruments financiers » applicable en Europe aux états financiers consolidés depuis le 1er Janvier 2018, qui a remplacé la norme I.A.S. 39, a pour objectif d'adopter une approche plus prospective pour la comptabilisation des pertes attendues sur les actifs financiers (cf. l'appel du G 20 dans le cadre du débat né de la crise de 2008). Elle est « vendue » comme la réponse complète et proportionnelle de l'I.A.S.B. aux causes de la crise et celles de son aggravation. Elle constitue aujourd'hui un réel changement du régulateur, approuvé sans réserve par la Commission Européenne.

La norme I.F.R.S. 9 place dans une catégorie spéciale les Instruments Financiers (I.F.) qui ont une logique de placement classique. Ils sont classés en S.P.P.I. « *Solely Payment of Principal and Interests* » tous les autres étant « non S.P.P.I. ». C'est naturellement le cas des actions et de leurs compléments : les instruments de placement collectifs et les dérivés sur actifs. La solution comptable des contrats « non S.P.P.I. » telle qu'elle est appliquée aux actions est simple en apparence. On part de la « *Fair Value* » (en français « Juste Valeur ») et on a deux solutions au choix mais définitives une fois qu'on en a choisi une : soit on introduit les gains et pertes en capital et les revenus des titres au Compte de Résultat. Cela crée une instabilité de ceux-ci et rend difficile l'analyse de la « qualité de la gestion », soit on peut placer les gains et pertes de Capital dans un compte spécial O.C.I. « *Other Comprehensive Income* ». L'I.A.S.B. a décidé que ce compte resterait bloqué (non recyclable) jusqu'à l'échéance de l'Instrument ou de la fin de la Société Détentrice de l'Instrument Financier concerné.

Ce blocage pose plusieurs difficultés dont la principale est l'impossibilité d'utiliser les fonds ainsi détenus. Aussi pourrait-on penser à un déblocage à une date donnée, mais laquelle ? (un an cela conduirait au cas précédent), plus longtemps pose alors la question pourquoi tel nombre d'années. Dans ce cas on analyse la gestion en fonction des seuls dividendes ce qui donne une image très logique de la qualité d'une gestion. Cela explique que dans une analyse à court terme des résultats (compagnie d'assurance désireuse de donner chaque année la preuve de la qualité de sa gestion par exemple) on soit tenté d'utiliser les O.C.I.. Les « Fonds de Pension » aux U.S.A., en Grande-Bretagne

ou aux Pays-Bas permettent une gestion à long terme beaucoup plus efficace que celle des Investisseurs de long terme français car ils investissent à long terme et peuvent se passer d'O.C.I. ou de leur équivalent (U.S.A.).

De toute façon pour bien comprendre, en matière d'Instruments de Capital, l'usage de la norme I.F.R.S. 9, il nous faut analyser la notion de *Fair Value* (norme I.F.R.S. 13) qui sert de base aux évaluations de bénéfices (ou de perte).

I- La « *fair value* » (Juste Valeur)

Si un titre est acheté on prend une solution de facilité c'est-à-dire le cours d'achat augmenté de ses frais. Cela rapproche ce type de solution du « coût amorti » tel qu'il est utilisé pour les titres faisant l'objet du test S.P.P.I..

Si le titre est entré dans le portefeuille de la société acquéreuse par d'autres moyens que l'achat (fusion d'entreprises par exemple), il faut faire une évaluation. Trois cas peuvent exister :

a) La société acquise est cotée. Dans ce cas appelé « *Mark to Market* » on prend le cours de Bourse du jour de l'acquisition tout en acceptant le caractère fluctuant de ce cours dû à l'importance du « *goodwill* » qui l'accompagne sur le marché en acceptant en outre une juste valeur d'incorporels (*Purchase Price Allcation*), déjà assez subjectif.

b) Le titre de la société n'est pas coté mais il y a sur le marché des sociétés assez semblables (même type d'activité, taille voisine, même type de gestion etc.) on parle de « *Mark to Model* ». On évalue alors le titre en fonction de la valeur de son modèle avec une certaine décote due au caractère non liquide du titre concerné.

c) Il y a des cas où aucun modèle n'existe, on fait alors une évaluation totalement subjective en fonction de la valeur actuarielle des flux de trésorerie escomptés.

On voit ainsi le caractère aléatoire de la base utilisée pour l'évaluation initiale des actifs-actions, mais aussi qu'il est difficile de déterminer une analyse « utile » de qualité de gestion à la fois pour des opérations à court terme (type *trading*) et celles qui se font à long terme (type

fonds de pension). La solution semblerait être dans une « libéralisation du système » :

a) La possibilité de revenir sur la décision d'utiliser la Juste Valeur par O.C.I. en utilisant, le plus possible, la Juste valeur par « Plus ou Moins Value ».

b) Que l'O.C.I. soit sous certaines conditions « recyclable ».

c) Que l'on décide enfin de relancer sérieusement les fonds de pension.

II- Produits Dérivés et Couverture

La norme I.F.R.S. 9 comme l'I.A.S. 39 considère trois types de couverture. Elle peut porter sur la *Fair Value*, le risque de change ou le risque de taux. Mais I.F.R.S. 9 ajoute le risque sur les cours de matières premières. Seuls les deux premiers concernent les actions et les dérivés actions, car les risques de taux et de cours des matières premières sont des risques « indirects ». Une hausse de taux pouvant aussi bien conduire à une baisse des marchés si elle entraîne un ralentissement économique ou, à une hausse si elle accompagne une reprise économique.

La norme I.F.R.S. 9, comme son prédécesseur, accepte toute forme de couverture : opération en sens inverse, option et même option complétant une autre option couvrant une opération initiale (exemple un « cap » rajouté à un « *swap* de taux » pour une opération émise à taux fixe (ou variable).

Par ailleurs I.F.R.S. 9 envisage l'existence de couverture individuelle qui demande ligne par ligne un « *reporting* » extrêmement complexe. Mais la norme accepte également les macro-couvertures lorsque la couverture couvre un problème « générique » comme par exemple le change pour un portefeuille de valeurs mobilières d'un pays étranger.

Les micro-couvertures obligent à d'importantes annexes qu'il faut fournir pour chaque opération couverte (même si I.F.R.S. 9 représente une simplification par rapport à I.A.S. 39 puisqu'il ne faut plus effectuer de calcul séparé du contrat couvert et de sa couverture).

III. Autres problèmes

Ce sont principalement les notions de produits « comprehensive » comme les « O.P.C » (Organismes de Placements Collectifs) et les ventes à découvert.

Dans le cas des O.P.C., il n'y a pas de problème pour les titres cotés où les Bourses se chargent (plus ou moins bien) de faire, grâce aux fluctuations, la « police » des difficultés que pourrait rencontrer une société. Mais pour les produits de deuxième et troisième catégorie, il faut revenir aux règles « classiques » de « l'*impairment* » (dépréciation) c'est-à-dire modifier le cours en fonction des difficultés escomptées. Pour les O.P.C mixtes (actions et autres instruments financiers) et les opérations couvertes par une option, I.F.S. 9 a simplifié la situation en les considérant comme des titres uniques « non S.P.P.I. ».

Le cas des ventes à découvert est plus complexe. Il se présente comme une sortie de titres non compris dans le portefeuille du vendeur, sortie compensée par une entrée temporaire de fonds. Dans ce cas il est logique que les fluctuations du cours du titre vendu entrent directement en Compte de Résultat.

Conclusion

On voit ainsi que I.F.R.S. 9 ne sort pas vraiment d'une analyse à court terme puisqu'elle cherche à faire ressortir la rentabilité à court terme des portefeuilles de valeurs mobilières. Or l'investissement suppose une rentabilité à long terme. On pourrait résoudre ce problème en publiant une double comptabilité, l'analyse en fonction des seuls acquis de la société (dividendes, actions gratuites etc.), et la rentabilité « réelle » intégrant les O.C.I. avec la permission de les incorporer aux résultats au bout d'un certain nombre d'années.

Par ailleurs la lourdeur des « *reportings* » et des annexes aux comptes en particulier en matière de couverture pose pour les entreprises un problème de coût. Il est indispensable de simplifier le dispositif qui s'ajoute aux autres obligations d'informations règlementaires, quitte à ce que les contrôles des commissaires aux comptes puissent, par sondages, vérifier si la structure des couvertures est correctement réalisée. ■

Introduction à l'*impact Investing* : une démarche de et à long terme

Philippe DUTERTRE,
AG2R LA MONDIALE,
Vice-Président
du Forum pour
l'Investissement
Responsable et
Co-Président du groupe
de travail «Finance
Investissement de Long
Terme, Responsable
et Solidaire »
(FILTRES) du Club des
Investisseurs
de Long Terme

L'*Impact Investing* procède de l'idée que la finance, bien orientée, recèle un potentiel de transformation de la société.

Cette démarche cible ainsi les entreprises, les organisations et les fonds qui apportent des solutions identifiées et mesurables à des défis sociétaux (emploi…) et/ou environnementaux (biodiversité…) tout en étant la source d'un rendement financier.

Elle recouvre un volet intentionnalité, un volet externalités avec à la clé le défi de la mesure d'impact, ainsi qu'un critère d'additionalité (difficile à évaluer quant à lui).

L'*Impact Investing* est théoriquement applicable à l'ensemble des classes d'actifs mais privilégie traditionnellement le non coté ; et les acteurs financés sont en général de taille limitée.

La prise en compte des enjeux climatiques vient modifier néanmoins la donne dans ce domaine en redistribuant les cartes et les rôles à l'échelle de l'ensemble du portefeuille et des classes d'actifs.

L'*Impact Investing* gagne en popularité comme en témoigne le nombre d'articles parus dans le monde contenant l"expression « *Impact Investing* » et du terrain chez les investisseurs.

L'Eurosif évalue ainsi à près de 109 Mds€ (2017) l'encours rattachable à cette stratégie en Europe ; soit une multiplication par un facteur 5 par rapport à la « pesée » de 2013, qui recouvre une dynamique à mettre principalement au crédit des investisseurs du Nord de l'Europe.

La même étude crédite la France d'un montant proche de 2 Mds€ ; cela signifie-t-il que la France reste une « **Terre de mission** » pour l'***Impact Investing*** ?

Différentes initiatives ont à cet égard pour ambition de mettre en avant les impacts sociaux et environnementaux des produits d'épargne :

France Invest avec sa commission « Adhoc » et sa mesure de l'emploi inclusif notamment et Finansol avec son « Baromètre de la finance solidaire ».

Un certain nombre d'investisseurs institutionnels français (l'Ircantec par exemple) ont par ailleurs inscrit un volet « impact » à leur agenda.

Les 17 Objectifs du Développement Durable (ODD) adoptés par les 193 Etats membres de l'ONU en 2015 et les 169 cibles (ou sous-objectifs) qui leur sont attachées semblent en voie de s'imposer comme cadre et référentiel de l'*Impact Investing*.

Dans une déclaration publiée en septembre 2016, APG, PGGM, les fonds AP1, 2, 3 et 4, MN, Actiam et Kempen estiment « qu'il est essentiel d'investir l'argent des retraites dans les ODD à grande échelle ». Ils précisent que ces investissements doivent cependant répondre à leurs exigences en matière de risques et de rendement. Cette coalition d'investisseurs du nord de l'Europe représente un encours sous gestion de plus de 550 Mds€.

Un foyer d'innovations

De nouveaux produits permettent aux investisseurs de flécher leurs investissements vers des programmes de développement durable et de financer des projets porteurs d'une valeur ajoutée sociale ou environnementale, portées par des États, des collectivités territoriales, des Banques de Développement… des entreprises ; il s'agit là principalement des *Green*, Social et *Sustainabilty Bonds*. Les « *green bonds* » recouvrent un compartiment particulièrement dynamique du marché obligataire (155 milliards émis en 2017) dont le développement est encadré par des lignes directrices d'application volontaires et un processus de certification et d'assurance dans le cadre de la « *Climate Bonds Initiative* ».

Le marché des social bonds reste certes encore marginal avec un volume émis en 2017 de l'ordre de 9 Mds$ mais voit prospérer des initiatives originales (Danone mars 2018).

La famille « impact bonds » s'agrandit avec des transactions destinées à financer des actions de promotion de l'égalité femmes-hommes,

dites « *Gender bonds* » (Banque Asiatique de Développement et QBE Insurance Group…).

Enfin, de nouvelles formes de financement apparaissent comme les contrats à impact social (CIS), conçus sur le modèle des Social Impact Bonds qui permettent un financement privé de programmes sociaux innovants, non couverts par des dispositifs existants, dont les résultats sont mesurables et dont la composante rémunération des investisseurs est limitée.

La gestion collective n'est pas en reste avec le compartiment des fonds thématiques.

Il est important cependant de vérifier la cohérence entre le marketing thématique social ou ODD d'un fonds qui s'inscrit dans une tendance porteuse, et la stratégie d'investissement effective du gérant telle qu'elle ressort à la lecture du portefeuille.

Le défi de la mesure

Il est difficile de mettre en place des indicateurs extrafinanciers permettant de mesurer l'impact d'un portefeuille en matière environnementale et sociale. Cela s'explique notamment par la différence entre détention d'actifs et financement. L'acquisition d'actifs financiers et les investissements dans l'économie réelle n'ont en effet pas les mêmes effets en matière de formation brute de capital fixe. ■

L'investissement de Long Terme est au cœur des missions de la BEI

Élodie de RECY,
Directrice du Bureau de Paris, Banque Européenne d'Investissement (Groupe BEI)

Que fait l'Europe pour l'investissement à long terme ?
Banque de l'Union Européenne, la BEI vient de fêter ses 60 ans. Créée en 1958 par le Traité de Rome, son rôle a toujours été le financement des investissements long terme. Selon ses statuts, la Banque européenne d'investissement intervient notamment pour « financer les investissements qui contribuent à l'accroissement de la productivité économique en général » et favorisent « la réalisation du marché intérieur ».

Comment cela s'est-il traduit sur le terrain ?
Tout d'abord, historiquement, par le financement des infrastructures dans l'ensemble des pays membres. Le but était prioritairement de favoriser le développement des régions les moins avancées en Europe, en particulier grâce au développement d'infrastructures de pointe (transports, réseaux d'énergie et de télécommunications) qui relient les régions et assurent la continuité du territoire européen. La Banque de l'Union européenne a ainsi été impliquée dans le financement de grands projets d'envergure qui font désormais de l'Europe une réalité géographique et économique : trains à grande vitesse tels que le TGV Est ou plus récemment l'inter connecteur électrique INELFE entre la France et l'Espagne ou la ligne Grande Vitesse Bordeaux-Paris, sans oublier le célèbre viaduc de Millau.

C'est ainsi par exemple que la BEI a pu jouer un rôle majeur dans le processus de développement économique de l'Italie. En particulier, de 1959 à 1972, plus de 60% des financements de la BEI accordés aux pays membres de l'UE l'ont été en faveur de projets long terme en Italie et en particulier dans le Mezzogiorno : autoroutes, chemins de fer et télécommunications permettant de mieux relier le Sud de l'Italie avec les bassins d'emploi.

Qu'en est-il aujourd'hui ?
L'Europe semble désormais bien équipée en termes d'infrastructures et les Etats membres sont plus réticents à engager les budgets pour de grands projets d'infrastructures. Cela ne signifie pas néanmoins la fin du financement long terme ni celui des infrastructures stratégiques. Les infrastructures stratégiques sont encore l'une des quatre

grandes priorités d'intervention de la BEI mais Innovation, Climat et PME figurent aussi au premier rang de nos priorités pour l'investissement long terme !

En premier lieu il s'agit de rester dans la course à l'innovation aux côtés notamment de la Chine et des États-Unis mais aussi, en parallèle, de relever le défi de la lutte contre le changement climatique.

Nos financements s'adaptent en conséquence : moins de projets d'infrastructures de transports, plus de projets de mobilité propre avec des composantes « innovation » importantes et de nouveaux modèles économiques à trouver pour rendre le financement possible.

Quel est le rôle de la BEI face à ce nouveau paradigme de l'investissement long terme ?
Le rôle de la BEI a été profondément modifié grâce au Plan Juncker dont elle constitue la cheville ouvrière. Cette initiative de relance de l'investissement a été lancée en 2015 par la Commission européenne et vise à favoriser le financement des projets long terme selon un modèle qui a fait ses preuves depuis lors. Il repose sur la constitution d'un fonds de garantie (baptisé « fonds européen pour les investissements stratégiques ») abondé en partie par le budget européen et pour l'autre par des ressources propres à la BEI. Avec plus de 30 Md € en réserve, ce fonds garantit les prêts accordés par la BEI et favorise, par un puissant effet de levier, la mobilisation du secteur privé. La BEI a prêté, en Europe, près de 70 Md € dans ce cadre, ayant attiré près de 400 Md € de financements au total.

C'est un véritable changement de modèle pour la BEI. Nous finançons des projets qui n'auraient pas pu voir le jour sans cela.

In fine, nous participons au financement d'entreprises plus petites et plus innovantes, donc considérées comme plus risqués mais prometteuses grâce à de nouveaux instruments - de « *venture-debt* » notamment. Nous avons par exemple aidé une petite société (Valneva) spécialisée dans la recherche d'un vaccin contre la maladie de Lyme. Nous avons investi dans des entreprises comme Carmat (cœur artificiel), ou Nanobiotix (lutte contre le cancer).

Bien loin des infrastructures de transport même si le but ultime reste le même : améliorer le cadre de vie des citoyens européens ! ■

La formation professionnelle un investissement à long terme

Une association de concepts nécessitant de briser un tabou : faire de l'homme une valeur économique ?

Arnaud MURET,
Docteur en socioéconomie de l'innovation

Depuis maintenant quelques temps il est possible d'observer dans des articles, des blogs, l'émergence de l'association entre le concept de la formation professionnelle et celui de l'investissement à long terme. Le premier concept relevant de l'humain peut être défini en tant que processus d'apprentissage permettant à un individu d'acquérir le savoir, le savoir-faire et le savoir-être (capacité et aptitude) nécessaires à l'exercice d'un métier ou d'une activité professionnelle. Le second relevant de la finance peut être défini comme un investissement réalisé dans la perspective de détenir un actif pour une période de temps indéfinie par un investisseur qui en a la capacité. En essence, c'est un investissement porté pendant des années, parfois des décennies ou des générations. Les investisseurs à long terme sont plus attentifs à la création de valeur à long terme qu'aux évolutions à court terme des prix du marché. Ils ne cherchent pas une sortie de leur investissement à une date précise ou un accès à la liquidité. Ils conduisent des analyses, des fondamentaux et s'impliquent dans des investissements. Enfin, leurs portefeuilles d'investissement ont des niveaux de rotation faibles. Intuitivement, il est possible de pressentir un lien étroit entre les définitions de ces deux concepts bien que spontanément réduire l'homme à une simple valeur économique peut mettre mal à l'aise, voire être inacceptable.

Récemment la formation professionnelle a fait l'objet d'une réforme sous le nom de la « Loi pour la Liberté de choisir son avenir professionnel » qui a été promulguée le 5 septembre 2018. Selon le ministère du Travail, la formation professionnelle est au cœur des défis économiques et sociaux. C'est en effet pour les entreprises, un levier majeur de compétitivité et de transformation pour faire face efficacement aux mutations économiques : une entreprise qui forme ses salariés est une entreprise qui s'adapte et qui évolue ; pour les individus, l'opportunité de développer et d'adapter ses compétences pour garantir son employabilité et faciliter sa mobilité professionnelle.

Dans cette approche la formation est présentée comme un levier de compétitivité de l'entreprise et par extrapolation un levier de la compétitivité économique de l'entreprise. Or la compétitivité économique dans son approche classique désigne la capacité d'un secteur économique, d'un territoire, d'une entreprise, à vendre et fournir durablement un ou plusieurs biens ou services marchands sur un marché donné en situation de concurrence. Elle s'évalue au travers de la dynamique des parts de marché. Elle résulte de la capacité à être compétitif sur les prix, à proposer régulièrement des innovations et des services additionnels.

L'association des notions de compétitivité et de formation introduit un glissement de plus vers la dimension économique que pourrait porter un individu qui aurait suivi une formation. Depuis plusieurs années, par le biais de la

Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE), le concept de capital humain est énoncé pour autant ce dernier n'est pas quantifié et il existe beaucoup de difficultés à le mesurer en tant que tel. Or former un individu dans l'entreprise s'est augmenter son capital humain. Or la formation a un coût. Qui dans une fusion acquisition, une cession d'activité valorise les dépenses de formation ? En effet la dépense de formation ne s'inscrit pas dans le bilan, ni dans le hors bilan, c'est une charge que l'on ne valorise pas !

On sait et il est démontré que si le personnel n'est pas formé régulièrement l'entreprise ne peut pas s'adapter aux nouvelles évolutions et donc rester compétitive notamment sur la durée. La formation est donc un élément constitutif du capital humain dans la réussite de l'entreprise. Dépenser dans la formation de ses salariés c'est pour l'entreprise se garantir une création de valeur à long terme, ce qui revient à la définition d'un investissement à long terme exposée précédemment. Pour autant, ce mécanisme d'investissement n'existe pas aujourd'hui dans les comptes de l'entreprise. Il s'agit maintenant, puisque les liens sont établis entre formation, compétitivité et investissement à long terme, de traduire cette action dans le bilan des entreprises et peut être d'accepter de façon explicite le lien entre l'homme et la valeur économique ? ■

L'actuaire est, par essence, tourné vers le long terme

David DUBOIS,
Directeur général de RGA France et Président de l'Institut des Actuaires

L'actuaire est un professionnel du risque que ce soit dans l'analyse, l'évaluation, le contrôle et la maîtrise des aléas sur l'activité. Spécialiste du traitement des impacts financiers du risque, ses secteurs d'activité de prédilection sont tout naturellement l'assurance et la finance. Même si, en France, les actuaires membres de l'Institut des Actuaires exercent, pour près de 80% d'entre eux, une activité professionnelle en lien avec l'assurance ou la réassurance, tant en entreprise que dans le conseil.

Les acteurs de l'assurance, de la banque et de la finance ont démarré de profondes transformations qu'elles soient poussées par l'entrée en vigueur de nouvelles normes et réglementation ou du fait de la diffusion accélérée du digital, des données de masse et de leurs algorithmes de traitement. Dans les deux cas, les modèles établis, de longue date pour certains, sont bouleversés et contraignent les acteurs à s'adapter à ces changements, parfois à marche forcée. Une chose est toutefois certaine, c'est que ces changements doivent s'inscrire dans la durée et sont engagés dans un contexte particulièrement changeant.

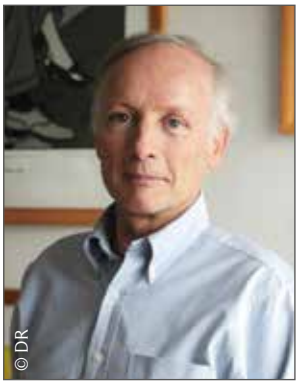
Transition climatique, vieillissement démographique, taux d'intérêt durablement bas, géopolitique international tendue, … pour l'actuaire, c'est le moment de remettre en lumière la science actuarielle. C'est aussi une opportunité de mettre à profit ses capacités d'adaptation en tenant compte de l'émergence ou de l'intensification des risques face à l'augmentation de l'aversion aux risques des acteurs économiques, de l'évolution des comportements et des besoins d'une clientèle, toujours plus exigeante, mieux informée, et par conséquent plus volatile. Les capacités offertes par les nouvelles technologies ou les nouvelles formes et les nouveaux besoins d'assurance sont aussi des enjeux majeurs pour la profession aves des effets à long terme à intégrer.

L'actuaire doit travailler main dans la main avec tous les métiers de la chaine de valeur, au sein d'équipes pluridisciplinaires qui ne disposent pas de la même expertise que la sienne et des mêmes codes de langage. L'adaptation passe par la compréhension de l'Autre et par la capacité à faire preuve de pédagogie pour expliquer son art sans pour autant le dénaturer. Il ne s'agit pas de vulgariser l'actuariat mais de le transcender pour le mettre définitivement au service de l'entreprise, de toute l'entreprise. Mais aussi

au service des grands équilibres. Pour l'Institut des actuaires, l'enjeu est aussi d'importance. Au service de l'intérêt général, l'Institut accompagne l'évolution de la profession actuarielle en apportant, au travers de conférences, de rencontres et de formations, l'accès à de nouvelles connaissances et compétences. Sur un autre registre, au service des grands équilibres, l'Institut des actuaires participe aux évolutions réglementaires. Amener de l'objectivité dans des débats parfois trop politiques et orientés « court terme » tel est l'un des objectifs de l'Institut des actuaires : repenser les changements dans le long terme, scénariser les conséquences des transformations dans le temps ou encore mesurer les impacts des évolutions dans la durée.

L'année 2019 de l'Institut des Actuaires est jonchée d'évènements de place sur les impacts de la transition climatique, qui constitueront le thème du 18ème Congrès des actuaires le 17 juin 2019. Durant le premier semestre 2019, un Cycle de trois conférences sur les critères ESG (Environnement, Social, Gouvernance) a été organisé. Ces évènements visent à sensibiliser la communauté actuarielle sur les grands enjeux, en termes de risque, de la transition climatique. Nombre d'études scientifiques sont régulièrement publiées alertant de la possible dévalorisation de certains actifs financiers, de l'inassurabilité des conséquences des catastrophes naturelles ou plus récemment sur la dégradation de l'état de santé des personnes face au réchauffement climatique. Pour l'actuaire, la mesure des engagements dans le long terme est l'essence même de ses compétences. De fait, les travaux de la communauté actuarielle intègrent ces effets. C'est aussi le sens qu'ont pris les travaux de place réalisés au sein de l'ACPR, de l'EIOPA ou encore la Commission européenne en vue de la révision 2020 de niveau 1 de la Directive Solvabilité II. Les travaux engagés au sein de l'Institut des Actuaires vont contribuer, à leur manière, à la révision de Solvabilité II en vue d'améliorer la prise en compte des multiples évolutions en cours, sur le long terme, et leurs impacts sur la solvabilité des organismes assureurs. C'est tout naturellement que l'Institut des Actuaires a accepté d'être partenaire du 31ème Concours International des Mémoires de l'Économie et de la Finance organisé par le Centre des professions financières. Encore une occasion de faire entendre la voix de la profession actuarielle. ■

Investissement de long terme mais en est-il d'autre ?


© DR

Claude de SAINT VINCENT,
PDG de Dargaud

En 2018, parmi les bestsellers de l'édition deux albums, *Un Cowboy à Paris* et *La Vallée des Immortels* étaient en tête des meilleures ventes de bandes dessinées.

L'année précédente, la meilleure vente de livres, tous genres confondus, c'était *Astérix et la Transitalique*.

Ces trois albums mettent en scène des héros dont la naissance remonte à 1946 pour **Lucky Luke**, **Blake et Mortimer** et 1959 pour **Astérix**. S'il est un domaine où le long terme s'impose c'est bien celui de la bande dessinée. Même des succès plus récents comme *XIII* ou réservés aux lecteurs du *Magazine des Professions Financières* comme *Largo Winch* sont déjà largement trentenaires.

Née dans la presse (*Le Petit Vingtième* en 1929 pour **Tintin**, *Spirou* ou *Pilote* pour **Lucky Luke** ou **Astérix**), la bande dessinée est historiquement un genre feuilletonnant. Ses lecteurs sont des prosélytes qui transmettent d'autant plus facilement leurs goûts à leurs enfants qu'il s'agit d'une lecture partagée, d'un genre qui ignore les barrières des âges. Les héros sont génétiquement récurrents et s'ils parviennent à franchir une génération commencent à se rapprocher de l'éternité.

Éternels ne veut pas dire immuables. Les héros savent s'adapter, comme le montre l'évolution du personnage de Spirou depuis sa création il y a 80 ans. Et par la force des choses, en survivant à leurs créateurs originels, ils leur rendent le plus bel hommage qui soit. Et permettent à leur œuvre de leur survivre. Essayez donc de trouver le Prix Goncourt 1963[1] chez votre libraire, tandis que vous devriez pouvoir sans difficulté vous procurer la collection des **Blueberry** né la même année.

Au fil du temps leurs aventures vont quitter la presse et s'exporter en albums, puis sur les écrans, en dessin animé à la télévision ou sur grand écran. Le plus grand succès du cinéma français dans le monde en 2017 c'est **Valérian** (à lui seul 50% des recettes du cinéma français à l'export cette année-là). Ses héros **Valérian et Laureline** sont nés dans *Pilote* il y a plus de 50 ans.

Les personnages de bande dessinée vont se décliner très naturellement en produits dérivés puis en jeux vidéo, en parcs d'attraction… Un Parc Spirou vient d'ouvrir en 2018, près d'Avignon, et met en scène tous les héros nés dans le magazine. Ils ne sont pas seulement éternels, ils sont protéiformes.

La bande dessinée n'est évidemment pas le seul genre littéraire concerné, elle est seulement le plus jeune. Ulysse, la Bible, Jules Verne, les Trois Mousquetaires, les Misérables, Cyrano de Bergerac…, l'ensemble de la littérature a produit quelques chefs d'œuvre et d'innombrables livres ou personnages qui eux ont traversé les siècles.

Et que dire de la peinture, de la sculpture ou de la musique qui, s'affranchissant des barrières du langage, non seulement défient le temps mais aussi les frontières. On le voit, l'art ou la littérature ont fait preuve d'une extraordinaire résilience.

1/ *Quand la mer se retire* d'Armand Lanoux

Spirou, en mouvement depuis 70 ans. © Dupuis

Certes la culture n'ignore pas les modes mais si c'était un investissement, il ne saurait donc être que de long terme. Quitte à investir sur les matières premières, pourquoi ne pas choisir la beauté ou l'émotion ? L'autre caractéristique de ces métiers culturels c'est justement qu'ils sont difficilement standardisables. Ils relèvent d'une industrie de prototype, à la charnière de la subjectivité de la création et de la rationalité de la commercialisation. À la frontière de l'artisanat et de l'industrie. C'est pourquoi le long terme leur va si bien.

Très loin de la beauté, l'argent se situe à l'autre bout du spectre. Et lorsqu'il devient un produit comme un autre, lorsqu'il n'a d'autre utilité que de produire davantage d'argent, l'investissement déserte le long terme pour devenir spéculation. Le capitalisme financier quitte l'économie réelle et devient chrématistique. Ce qui, selon Aristote, et comme nous le savons tous, consiste à rechercher la plus grande production possible de biens de consommation, sans considération de leur utilité.

On n'investit pas pour spéculer mais pour construire. Hors du simple commerce, il n'est donc d'investissement que de long terme.

Et pour oublier que le capitalisme financier détruira le capitalisme, pour redécouvrir la richesse de la BD et partager vos lectures, quelques recommandations :

- Découvrir Manu LARCENET pour ceux ne sont plus à jour et veulent connaître l'un des plus grands auteurs actuels : commencer par *Le Combat Ordinaire* puis lire *Le Rapport de Brodeck*, une splendeur graphique.
- Démarrer en douceur avec la série du *Retour à la Terre*, une occasion rare de rire ou sourire en famille.
- Suivre la tendance et lire *Dans la Combi de Thomas Pesquet*, un incontournable des bibliothèques familiales et peut-être de la vôtre avec près de 400 000 exemplaires vendus.
- Impressionner votre libraire en demandant *Le Mystère du Monde Quantique*, mais il faut quelque affinité avec le sujet.
- Vous en tenir au western si vous avez quitté le genre il y a longtemps et plonger dans *Sykes* ou *Texas Jack*, deux volets d'une même saga.
- Retrouver votre âme de lecteur du magazine *Spirou* en lisant *Le Journal d'un Ingénu*, une adaptation exceptionnelle d'un héros qui illustre si bien le long terme

Votre libraire (puisque vous aurez à cœur d'éviter Amazon) aura peut-être à commander certains de ces titres mais ne pourra que saluer votre goût. ■

© DR

Claude de Saint Vincent, PDG de Dargaud et Blacksad, détective de BD

Chronique littéraire

« La Grande Arche » de Laurence COSSÉ (éditions Gallimard)

Marie-Agnès NICOLET,
Présidente de Regulation Partners
Présidente du comité magazine et du comité d'orientation du Centre des Professions Financières

La Grande Arche, c'est l'histoire d'un investissement long terme, dont l'idée avait germé à la fin des années 60, mais qui finalement aura trouvé son aboutissement en 1989 après quatre ans de construction, un grand concours lancé en 1982, des revirements dans les financements en 1986, 2000 ouvriers sur le chantier. En clair, toutes les péripéties d'un investissement long terme, car destiné à braver le temps, avec comme ambition d'ordonner les constructions de la Défense qui jusque-là poussaient de manière désordonnée et chaotique, la Grande Arche étant un arc de Triomphe moderne, terminant en apothéose la ligne allant du Louvre à la Défense.

Le Roman de Laurence COSSÉ, ou plutôt son enquête, très documentée, commence par une scène à l'Elysée le 25 mai 1983 : on décachette l'enveloppe qui contient le nom du Lauréat du Concours international d'architecture Tête Défense. Le Vainqueur est Johan Otto Von SPRECKELSEN, un architecte danois inconnu en France, qui, avant cette consécration, a construit principalement quatre églises, toutes en forme de cubes.

Ce que Laurence COSSÉ nous détaille, ce sont les coulisses de ces grands travaux, entre tergiversations autour de ce projet pharaonique, essais de torpillage au moment des changements électoraux, prodigalité en matière d'argent public au-début des années 80, rappel à la réalité budgétaire quelques années plus tard.

Ce que Laurence COSSÉ nous montre, ce sont les tirages entre l'architecte, les constructeurs, les politiques, sur la technique, les matériaux… et les écarts entre le rêve de l'architecte et la construction réelle. Ce que ne supportera pas l'architecte danois, qui finira par démissionner trois ans après avoir été choisi comme architecte de la Grande Arche, sans attendre la fin de la construction. Il mourra prématurément, sans avoir vu son œuvre achevée.

Nous vous encourageons à lire cette enquête captivante qui vous fera voir différemment la grande Arche lors de vos prochains rendez-vous à la Défense. ■

Chronique de la recherche

Investir dans la responsabilité sociale (RSE), est-ce rentable pour une entreprise ?

Annie BELLIER, Enseignant-chercheur en finance, université de Cergy-Pontoise, responsable de la chaire Gestion des risques et financement des PME, membre de Femmes & Finance

Aline ESPINASSOUZE, Docteure en sciences de gestion de l'université de Cergy-Pontoise, enseignante et entrepreneur social

La question de la compatibilité de la création de valeur économique avec le développement durable, c'est-à-dire avec la préservation des relations humaines et de la nature dans un horizon temporel long, fait l'objet d'un intérêt institutionnel considérable depuis la fin des années 1980 jusqu'à présent, avec pour objectif un système économique et financier dans lequel les synergies potentielles entre valeur économique, sociale et environnementale, seraient optimisées (définitions de l'ONU 1987, de la Commission Européenne 2001, 2008, 2011). Nous avons utilisé la définition de la Commission Européenne de 2001, plus proche du terrain, la RSE y est envisagée comme « l'ensemble des actions volontaires d'une entreprise en faveur de ses parties-prenantes (clients, salariés, actionnaires, fournisseurs, territoire), afin d'investir dans le capital humain et environnemental ». Cette définition est remarquable du point de vue de la finance parce qu'elle articule la RSE autour des notions d'investissement et de capital, une spécification financière de la RSE qui soulève les questions suivantes : si la RSE est un investissement, cet investissement est-il rentable ? Si oui, pourquoi et comment ? Quelle est la nature du capital développé par la RSE, comment est-il représenté et valorisé en finance ?

Ce n'est qu'à partir des années 2000 que des méta-analyses (méthodes scientifiques combinant des études indépendantes sur un problème donné pour essayer de dégager des résultats communs) ont permis de dégager un consensus faible d'un lien statistiquement significatif, positif et faible de la RSE avec la performance financière (ainsi qu'un léger effet inverse, tel un cercle vertueux : si la performance financière est meilleure, elle permet de réinvestir dans la RSE). Les résultats restent toutefois controversés et des difficultés méthodologiques structurelles persistent. La notion de RSE est complexe et nécessite plusieurs niveaux de lecture (institutionnel, organisationnel et individuel) et plusieurs champs disciplinaires (l'économie, la gestion et les sciences sociales). Nous avons choisi d'aborder la RSE sous l'angle de sa finalité économique, dénommée « RSE stratégique ». L'impact sociétal de la RSE est alors un effet collatéral, c'est-à-dire secondaire et subordonné à la contribution de la RSE à la rentabilité de l'entreprise. L'enjeu est de valider la cohérence de la RSE avec la rationalité économique de l'entreprise et d'expliquer pourquoi. La RSE stratégique mobilise la notion d'actif immatériel : puisqu'elle est un investissement stratégique, la RSE se matérialiserait par le développement d'un actif immatériel (comme la réputation, le capital intellectuel). Si la RSE stratégique crée de la valeur, celle-ci pourrait être capitalisée dans des actifs immatériels dont l'effet n'est peut-être pas clairement et totalement lisible dans les indicateurs financiers de la comptabilité

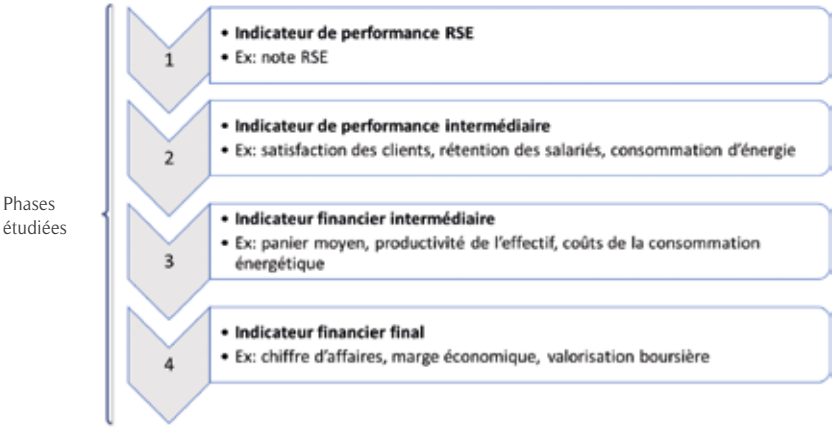


Schéma 1 : étapes entre la RSE et la performance financière

classique. L'utilisation d'indicateurs de performance intermédiaire permet de mieux analyser les effets des ressources immatérielles sur la performance financière, tant comptable que boursière ou organisationnelle (voir schéma 1). Parmi les actifs immatériels, le capital humain est un actif qui se caractérise par des propriétés spécifiques : sa rentabilité est partiellement discrétionnaire car elle dépend de la motivation et de la satisfaction du salarié, qui peut cesser la collaboration ou collaborer de façon sous-efficiente pour l'entreprise.

Une analyse de médiation (voir schéma 2) a été adoptée, c'est une technique statistique permettant d'identifier les processus responsables de l'effet d'une variable (ici la RSE) sur une autre variable (la performance financière) et de distinguer, dans l'effet à expliquer, ce qui est directement imputable à la variable RSE (effet direct de la RSE sur la performance financière) et ce qui relève plutôt de l'intervention d'un facteur intermédiaire (effet indirect de la RSE sur la performance financière via une variable médiatrice, ici le capital humain). L'indicateur RSE intermédiaire est le capital humain mesuré par le taux de turnover et l'indicateur financier intermédiaire est le résultat opérationnel courant par salarié (ROC/effectif). Nous avons utilisé la base de données Gaïa-Index mise à disposition par l'agence de notation RSE française EthiFinance spécialisée sur les Midcaps qui fournit des notes RSE aux investisseurs ISR. Ces entreprises moyennes, dont 35% ont des capitaux familiaux, sont intéressantes à étudier du fait de leur gouvernance spécifique et de leur taille réduite. La notation se décompose en une note agrégée générale et une note par pilier (gouvernance, social, environnemental, parties prenantes externes). Les entreprises sont classées dans trois macro-secteurs, l'industrie, les services, la distribution.

Les résultats valident empiriquement l'hypothèse de l'existence d'une dynamique de création de valeur entre la RSE (la note générale et les piliers sauf les parties prenantes externes) et la productivité de l'effectif par la médiation de la baisse du *turnover* (avec un effet cercle vertueux). La relation est amplifiée pour les entreprises du secteur des services. D'une part, lorsque la note RSE augmente d'une unité (sur une échelle de 100), ROC/Effectif augmente de 1885 € par salarié. Cette progression représente 8,27% du niveau moyen du ROC/Effectif dans le panel Gaïa-Index, soit une plus-value imputable à la RSE de l'ordre de 12,93% du ROC moyen et 1,32% du CA moyen. D'autre part, la baisse d'une unité (1%) de turnover contribue à l'amélioration de la performance financière à hauteur de 3268 € par salarié, soit 5,73% du ROC/Effectif moyen, un gain de l'ordre de 22,42% du ROC moyen et 2,30% du CA moyen.

La contribution de la RSE à la performance économique peut donc être calculée en fonction de l'augmentation du ROC/Effectif générée par la performance RSE combinée aux bénéfices de la baisse du turnover, mettant en jeu des montants significatifs à l'échelle des agrégats de la comptabilité financière.

Pour aller plus loin, l'analyse du turnover montre que ses déterminants principaux sont la satisfaction au travail (perception par le salarié de la qualité de son travail : attentes par rapport à la fonction occupée et à l'environnement de travail, incluant la qualité du management) et l'engagement organisationnel (adhésion psychologique aux valeurs et aux activités de l'entreprise déterminant la motivation et l'implication au travail, synthétisé par le terme générique de « QPT - qualité perçue du travail »). On peut donc supposer que la RSE agirait positivement sur la QPT qui est un déterminant principal du *turnover*. Des perspectives intéressantes pour le management des entreprises et les investisseurs ! ■

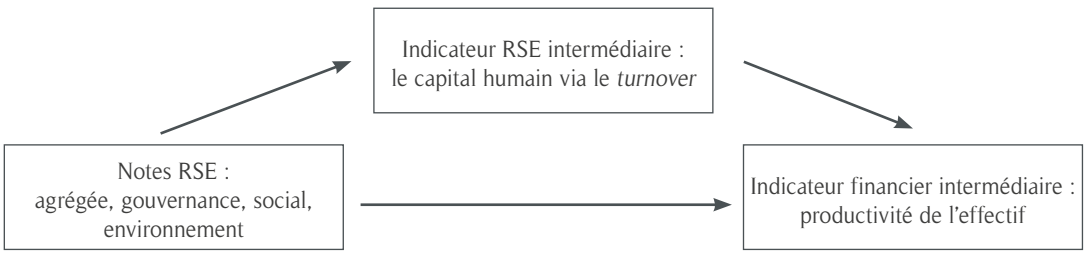


Schéma 2 : processus de médiation entre la RSE et la performance financière

Billet d'humeur

Patrice RENAULT-SABLONIÈRE
Président du Cercle des Membres, Centre des Professions Financières

1) Investissement à long terme

Il y a déjà environ une trentaine d'années, je me trouvais face à un de mes collaborateurs, directeur régional de la banque qui nous employait ; celui-ci étant, par ailleurs, père de famille nombreuse.

Constatant qu'à chacune de nos réunions mensuelles, il portait toujours le même costume, je lui en fis aimablement la remarque.

Il me répondit alors à peu près en ces termes : « Monsieur, je n'ai pas les moyens de m'habiller à bon marché. Un costume est pour moi un investissement à long terme. Vous connaissez mon salaire ; je n'ai pas les moyens de m'acheter un costume tous les 3 ou 4 ans. Il doit pour moi durer au moins 20 ans. Donc, j'achète de la qualité ».

Cette réaction, a priori surprenante, était en fait pleine de bon sens.

L'investissement à long terme, dans le domaine bancaire, est d'une durée d'au moins 7 ans, mais ce qui nous échappe parfois, c'est que certaines de nos dépenses court terme peuvent se réaliser à long terme quand, dans notre esprit, il s'agit de court terme, par exemple la mode ou encore, sans doute, d'autres choses.

2) Questions de culture générale :

• **qui est l'actuel Chef de l'État du Canada ?**

Réponse : Elisabeth 2, Reine d'Angleterre

· **qui était William Waddington ?**

Tous les français devraient portant le savoir, malgré son identité très britannique !

À la fin du 19ème siècle, il fut Ministre FRANÇAIS, des Affaires étrangères, puis Président FRANCAIS du Conseil (aujourd'hui 1er Ministre), puis Ambassadeur de FRANCE au Royaume-Uni et pour terminer c'est durant sa présidence du Conseil que la Chambre adopte « la Marseillaise » comme hymne national !!!!!!

• **Docteur en lettres ou Docteur es-lettres, Docteur en médecine ou Docteur es-médecine ;**

La règle résulte de la signification donnée à « es », qui en fait est la contraction de « en les », autrement dit, du singulier ou du pluriel : es-sciences, es-lettres, en médecine, en droit. ■

Édito des Cahiers du Centre

Cahier du Centre n°39

Jean-Pierre MAUREAU
Président du Club des Investisseurs de Long Terme et du groupe Croissance, Ruptures et Innovation
Co-Président des Cahiers du Centre

Les Cahiers du Centre n° 39 restituent les travaux du colloque « La réforme des retraites en Europe » *impacts économiques et sociaux*, organisé par le Club des Investisseurs de Long Terme (CILT). En amont des élections européennes, il nous avait semblé important de mesurer, sur cette question qui concerne également nos voisins, les écarts de force et les dynamiques d'évolution. L'importance du sujet, la très grande qualité des intervenants et des participants réunis ainsi que la forte demande de restitution des travaux nous ont conduits, non pas reprendre tous les débats, ce qui aurait été passionnant mais trop lourd, mais à publier les supports dont nous disposions ainsi que les textes qui nous avaient été donnés.

Ces documents laissent imaginer la richesse des débats que nous travaillons à mettre en forme grâce à un support vidéo qui vous permettrait d'en suivre une partie.

L'appui amical renouvelé de BNP Paribas AM qui nous recevait dans son grand amphithéâtre de la rue Bergère et l'accueil de Monsieur Pascal BIVILLE, Directeur Général Délégué de BNP Paribas AM, membre du Comité Exécutif ont contribué fortement au succès de cette longue et riche après-midi, ouverte par le Recteur Gérard-François DUMONT.

La première table ronde animée par Jean-Pierre MAUREAU, président du CILT était intitulée « Le choix d'un système », elle avait pour objectif de mesurer les différentes organisations des systèmes de retraite en Europe et de faire comprendre le sens et la forme des évolutions en cours. Y ont participé :

- Madame Elsa FORNERO, ancienne Ministre du travail et des politiques sociales italienne ;
- Monsieur Koen VLEMINCK, Directeur au Ministère des affaires sociales et de la santé de Belgique ;
- Madame Monika QUEISSER, Cheffe de la division des politiques sociales à l'OCDE.

Le débat entre les intervenants de cette première table ronde puis avec le public a souligné les disparités mais aussi les convergences entre les systèmes, la nécessité de repousser l'âge du départ à la retraite et d'assurer une meilleure employabilité des travailleurs notamment par la formation et l'accompagnement tout au long de leur vie de travail.

Monsieur Jean-Paul DELEVOYE, Haut Commissaire à la réforme des retraites nous a fait l'honneur, au cœur de l'actualité, de nous faire part des premières avancées de son Rapport sur la France et de dessiner les directions retenues. Un débat particulièrement riche et ouvert avec la salle s'en est suivi.

La seconde table ronde animée par Monsieur Sébastien RASPILLER, Chef du Service du Financement de l'Économie à la Direction Générale du Trésor, était intitulée « Comment gérer les réserves nécessaires ». Par capitalisation et par répartition des provisions doivent être constitués pour assurer le paiement des retraites. Dans un système par répartition, elles permettent de lisser les à coup que la démographie, le chômage, la baisse de productivité peuvent apporter au système. Ces provisions ont, pour l'essentiel, un horizon de long terme et permettent, de ce fait, par leur placement, d'investir utilement à long terme dans les entreprises et l'économie. La France se distingue par un taux très faible de réserves qui la place loin derrière la majorité des pays : 5,7% du PIB alors que les Pays Bas sont à plus de 180% au grand profit de leur système financier et de leur économie. Les illustrations données par les différents intervenants ont démontré que des réserves importantes et stables permettent par ailleurs plus facilement de financer des classes d'actifs importantes pour le développement économique comme les infrastructures et le non coté.

- Monsieur Théodore ÉCONOMOU, Président du Comité de Placement des Fondations de Prévoyance des Employés de Lombard Odier à Genève ;

- Monsieur Jean-François GAVANOU, Responsable de la gestion des régimes de retraites, Vice Président du groupe ATOS ;
- Monsieur Olivier ROUSSEAU, membre du Directoire du Fonds de Réserve pour les Retraites, Français ;
- Monsieur Nicolas FIRZLI, Directeur Général de World Pension Council.

Pour la clôture, Monsieur Étienne KLEIN, Physicien au CEA, Professeur à l'École Centrale de Paris a, par une intervention particulièrement appréciée, lancé une réflexion philosophique sur le temps. L'idée ancienne de progrès est tombée en désuétude comme son corolaire l'acceptation du sacrifice du temps personnel au nom d'une certaine idée d'un futur collectif. L'innovation, elle, est non sans angoisse fortement sollicitée. On lui a fixé des échéances pour éviter les catastrophes attendues sur le changement climatique, la pénurie d'énergie, la raréfaction des ressources, la santé ou le vieillissement des populations. L'idée d'un temps devenu corrupteur est de retour dans les discours, mais vivre implique d'accorder un statut à l'avenir, avec des idées, des projets, des désirs. Cette intervention a apporté une bouffée d'air vivifiante et nous a permis de poursuivre d'une manière ouverte et sympathique sur de nombreuses questions lors d'un cocktail offert par nos hôtes, je profite de cette occasion pour les en remercier à nouveau.

Bonne lecture. ■

Cahier du Centre n°40

Face à une réalité démographique mondiale inédite et un ralentissement général de la croissance, nous faisons suite, avec trois papiers, au numéro 39 consacré à la réforme des retraites en Europe, cette réforme est la mère des batailles, sa bonne réussite est garante de la confiance dans nos modèles sociaux. Avec trois autres papiers, sur des sujets très différents, nous restons au cœur des réflexions d'actualité.

- Lionel TOURTIER, Délégué général de Génération E.R.I.C. est un fin connaisseur des questions liées aux retraites et à la problématique de l'épargne dans une société vieillissante. À la suite du colloque du CILT du 15 novembre dernier, il dresse un nouveau rapport d'étape de la réforme en France et en souligne les difficultés.
- Jean-Paul MULLER, Directeur général de la CAISSE DE PRÉVOYANCE ET RETRAITE DES NOTAIRES, nous présente les objectifs d'une nouvelle association créée par des caisses de professions libérales pour souligner les spécificités de cette famille de caisses et faire, dans le cadre de la réforme, des propositions destinées à restaurer la confiance, l'équité et l'efficacité et instaurer un système plus respectueux de réalités. La création d'une telle association de caisses de retraite est une première en France.
- François-Xavier ALBOUY, Jean-Hervé LORENZI et Alain VILLEMEUR, démiurges de la chaire « Transitions Démographiques, Transitions Économiques », nous donnent une fiche de lecture de leur dernier ouvrage « *L'Erreur de Faust* » qui est un essai sur la société du vieillissement et une base de propositions
- Muriel de SZILBEREKY, Déléguée Générale de l'ANSA, nous fait partager son analyse sur les apports de la comptabilité générale aux comptes de l'État. Les contributions à la qualité des comptes, à la meilleure lisibilité des coûts notamment, sont indéniables, mais le projet déjà bien engagé suscite des réserves.
- Emanuelle ASSOUAN, Adjointe au Directeur Général de la Stabilité Financière et des Opérations de la Banque de France, nous autorise à publier le discours de clôture qu'elle avait bien voulu faire lors du colloque du groupe « CRI » sur « Un monde sans cash », le 14 février dernier. Explications et mises en garde face aux nouvelles technologies et à certaines pratiques, rappel des initiatives françaises et européenne
- Michel ROUX, Professeur Émérite d'Économie, décrit « Mon amie la Finance… responsable » et le siècle de « l'E-média ». Les nouveaux rendez-vous de l'Histoire demandent d'affiner concepts et définition et nous encouragent à exercer notre agilité.

Bonne lecture. ■

Parité et mixité dans le secteur financier

Retour sur le petit-déjeuner du 8 mars

Marie-Agnès Nicolet,
Présidente de Regulation Partners et du club des marchés financiers

Le 8 mars 2019, nous avions le plaisir d'accueillir lors d'une table ronde **Joëlle DURIEUX**, *Directrice générale de FINANCE INNOVATION*, **Cornelia FEDERKEIL**, *Secrétaire générale de l'Association des Assureurs mutualistes*, **Christine JACGLIN**, *Directrice Générale du Crédit Coopératif*, **Patricia LACOSTE**, *PDG du Groupe Prévoir*, **Françoise PALLE-GUILLABERT**, *Déléguée Générale ASF* et **Karien VAN GENNIP**, *CEO ING BANK FRANCE*.

C'est la deuxième année que le Centre des Professions Financières organise un débat le 8 mars autour de femmes dirigeantes d'institutions financières et d'associations représentatives.

Après la présentation du parcours de chacune, a été évoqué un état des lieux de la mixité, les actions qui ont fonctionné et celles qui devraient encore être mises en œuvre. Les problématiques de diversité au sens large et les impacts positifs du mentoring ont été abordés ainsi que des éléments comparatifs entre pays (notamment entre la France et les Pays-Bas avec l'intervention de Karien VAN GENNIP). Les actions pour plus de mixité dans les fintechs ont également été abordées par Joëlle DURIEUX.

Ci-après trois témoignages issus de la table ronde :

FRANÇOISE PALLE-GUILLABERT, DÉLÉGUÉ GÉNÉRAL DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE DES SOCIÉTÉS FINANCIÈRES (ASF), a mentionné, au cours de son intervention, les actions en faveur de l'égalité entre les femmes et les hommes au sein de la branche. En effet, l'ASF a la charge de gérer sa propre convention collective de branche pour environ 25 000 salariés. Elle représente les métiers de financement spécialisés en matière de crédit ainsi que de services financiers et d'investissement.

Dès 2010, l'ASF concluait avec trois organisations syndicales (la CGT-FO, la CGT, la CFDT) un accord relatif à l'égalité professionnelle entre les femmes et les hommes. Les dispositions de cet accord, retranscrites dans la convention collective des sociétés financières, sont relatives au recrutement, à la formation professionnelle, à la promotion et à la mobilité professionnelle, à la conciliation entre la vie professionnelle et la vie familiale et enfin l'égalité salariale.

Cependant, en 2017, lors de l'examen des données sociales publiées chaque année, il a été constaté des écarts de rémunération persistants entre les femmes et les hommes justifiant que de nouvelles mesures soient prises par les entreprises de la branche de manière à garantir l'égalité salariale pour certains coefficients hiérarchiques. À la demande du Conseil de l'ASF, une recommandation à effet obligatoire pour chacun des adhérents de l'ASF entrant dans le champ d'application de la convention collective nationale des sociétés financières a été diffusée. Les premiers effets de cette recommandation sont positifs puisque l'écart de rémunération pour les cadres dirigeants entre les femmes et les hommes est en train de se réduire passant de 20% depuis plusieurs années à 17%. Françoise PALLE-GUILLABERT a conclu son intervention sur le fait que « le chemin est encore long, tant en termes d'accès que d'égalité salariale ».

CHRISTINE JACGLIN
DIRECTRICE GÉNÉRALE DU CRÉDIT COOPÉRATIF

« L'égalité femme-homme est un sujet commun à toutes les entreprises en France. Plus qu'une inégalité salariale, - à mes débuts à l'inspection générale, il y avait une grille de salaires, homme et femme gagnaient la même chose à l'embauche – c'est tout d'abord, une inégalité dans l'accès aux postes les plus élevés et les mieux rémunérés. Cela m'interpelle à plusieurs titres :

- Statistiquement, 50% de nos clients sont des femmes. Est-ce que nous sommes capables de de nous ajuster à leurs besoins si elles ne sont pas représentées à des postes de direction ?
- Au Crédit Coopératif, 60% de l'effectif est féminin. Ne pas promouvoir de femmes, c'est se priver de talents – nous en avons, cette réunion en est une belle illustration- et cela empêcherait les organisations de s'adapter aux besoins de leurs collaboratrices.

D'où cela provient-il ?

Tout d'abord, il est évident que les hommes ont tout à perdre, là où tous les postes leur étaient précédemment réservés, ils doivent maintenant les partager. Il est donc naturel qu'il y ait une résistance. Le manque de femmes dirigeantes est également un sujet.
Enfin, pendant longtemps, ce ne fut pas une préoccupation. Il y a 30 ans je pensais que l'égalité femme-homme se ferait d'elle-même à mesure que les femmes accédaient aux études et au marché du travail. Aujourd'hui nous constatons que ce ne fût pas le cas.
Nous ne pouvons pas rester en l'état. La présence de femmes à des postes de direction est une chance pour tous (hommes et femmes) : toutes les études montrent que les entreprises où les femmes sont présentes dans l'encadrement dirigeant, ont de meilleures performances.

Les actions menées s'illustrent par trois verbes : Agir, Accompagner, Communiquer

Premièrement, agir :
En 4 ans, au Crédit Coopératif, nous sommes passés de 0 à 4 femmes (sur 12) au Comité de Direction Générale, de 0 à 2 femmes parmi les directeurs d'agence et de 0 à 2 femmes responsables de Business Units. Nous avons porté le pourcentage de cadres féminins de 40 à 45 % et, aujourd'hui, 36 % de nos managers sont des femmes.

Deuxièmement, accompagner :
Je crois beaucoup au mentoring, un dispositif a été mis en place au sein du Crédit Coopératif depuis 3 ans, certaines qui y participent sont présentes aujourd'hui. Je ne dirige pas ce réseau directement, mais je leur apporte tout mon soutien. Accompagner, c'est aussi réseauter, échanger et donner confiance, c'est ainsi que s'est développé le réseau Coopération'elles, le réseau de femmes du Groupe Crédit Coopératif. Au Crédit Coopératif, nous prévoyons des enveloppes salariales systématiques pour réduire les écarts de salaires femmes/hommes. En 2018, 70% des promotions ont été proposées à des femmes. Cela permet de changer la culture et l'état d'esprit.

Enfin, communiquer :
Au Crédit Coopératif, nous avons le Label égalité de l'AFNOR depuis 3 ans. Je crois en la force du « name & shame ». Aujourd'hui, l'index d'égalité au sein du Crédit Coopératif est de 79/100, ce score masque en fait des inégalités entre les différentes BU du Crédit Coopératif, les établissements de crédit (Crédit Coopératif et BTP banque) ont un score supérieur à 80/100 alors que notre société de gestion – hasard ou non – dépasse à peine les 30/100. Nous voulons continuer à nous améliorer et je vise un score de 90/100 d'ici à la fin de l'année 2019.

Je crois en la force de la communication. Il est important d'organiser et participer à des réunions comme celle-ci pour faire avancer ces sujets d'égalité femme-homme au sein de nos entreprises.

Merci au Centre des Professions Financières pour cette excellente initiative. »

JOËLLE DURIEUX, DIRECTRICE GÉNÉRALE DE FINANCE INNOVATION

Trois constats :
En 2017, selon l'Observatoire SKEMA de la féminisation des entreprises, l'industrie bancaire atteint la parité en terme de féminisation des effectifs; les femmes représentent en moyenne 52,10% des effectifs (maximum de 60,58% au Canada et minimum de 35,13% au Japon). Mais plus on s'élève dans la hiérarchie et plus la présence des femmes diminue.

Deuxième constat issu du baromètre de la mixité Financi'Elles auprès de 15 grands groupes du secteur financier : « l'indice de féminisation des Conseils est passé de 27,6 % en février 2016 à 40,3 % en janvier 2019 notamment en raison de la loi Copé-Zimmerman. »

Troisième constat : selon les résultats de l'étude menée par France FinTech, Arkéa et le cabinet Roland BERGER, quand on regarde les chiffres du côté entrepreneuriat et des FINTECH, ces startups qui réinventent la finance grâce aux nouvelles technologies, les femmes en 2019 ne représentent encore que 33% des effectifs du secteur (contre 26% il y a trois ans). Elles ne sont que 12% à y occuper un poste de direction, proportion qui tombe à 9% chez les fondateurs. 1 CEO de FINTECH sur 10 est une femme !

Ces chiffres sont à la fois encourageants mais beaucoup de chemin reste à parcourir. Il suffit de regarder les tables rondes souvent très masculines des événements du secteur financier. La bonne nouvelle, c'est qu'aujourd'hui, une véritable prise de conscience existe. De nombreuses initiatives ont émergé pour encourager d'une part le secteur à veiller à la présence de plus de femmes sur les plateaux (L'association #JamaisSansElles » est l'un des exemples bien connu) mais aussi de promouvoir les femmes aux postes à responsabilité qu'elles méritent (WILLA Women In *Fintech* est un autre exemple parmi de nombreux autres). Au Pôle de compétitivité FINANCE INNOVATION, les femmes dirigeantes sont rares mais les femmes cadres sont bien présentes et sont souvent très jeunes. Nous sommes attentifs à accompagner la croissance de leur entreprise en désignant des mentors, anciens dirigeants à fort réseau, agréés par le Pôle, qui les aident progresser dans l'écosystème. En recevant le Prix décerné par le Pôle dès 2016 « Ladies of *Fintech* », la lauréate a eu ce cri du cœur : « je suis enfin un homme comme les autres ».

En tant que femme dirigeante, je souhaite insister sur deux points issus de mon expérience : le premier est que je recommande aux femmes de « savoir s'entourer », à tous points de vue : développer son propre réseau, s'entourer de personnes à forte éthique et humanité (sens du collectif), quels que soient leur âge, pays, diplômes, et donc choisir résolument la diversité … A la tête d'une direction générale ou d'une entreprise, les femmes doivent veiller à avoir des fonctions supports de grande qualité (RH, juridique, informatique) : par exemple ne pas hésiter à avoir un bon avocat professionnel qui les aidera durant tout leur parcours à traverser sans problème des caps difficiles inhérents à toute carrière. Et le deuxième point est lié aux freins psychologiques qui ralentissent l'émergence de nouveaux talents féminins et entraînent l'autocensure : je les encourage à adopter un état d'esprit tourné vers la décision : pour des projets qui nous tiennent à cœur, adopter l'expression « j'ai décidé ». Notre éducation nous a formaté à être conciliants, à accepter des compromis, à s'effacer et in fine s'autocensurer. Mais lors d'un coaching dont j'ai bénéficié dans une banque, ce fut une révélation que d'entendre le coach dire : dans certains cas, il faut oser trancher, prendre des décisions et dire ouvertement : « j'ai décidé » ! Si vous apprenez à le faire, vous franchirez les barrières et vous irez loin dans vos projets.

En conclusion, le secteur financier est en pleine mutation et doit faire face à des défis majeurs en termes de transition digitale et de facto organisationnelle et humaine. Les femmes et les jeunes sont de plus en plus à la manœuvre, ils se prennent en charge et s'épaulent les uns les autres. Outre les lois aux mesures parfois coercitives, la vigilance, la prise de conscience et la création de nombreux réseaux féminins d'entrepreneurs, business, réseautage ou de recrutement … sont bien réels et sont d'ores et déjà incontournables.

Le Club des Émetteurs de Caution

Philippe PLANCOULAINE, Président du Club des Émetteurs de Caution

De nombreux membres, nouveaux et plus anciens du Centre des Professions Financières viennent d'adhérer au tout nouveau Club des Émetteurs de Caution qui a vu le jour au début de cette année.

Parmi ces nouveaux adhérents : les dirigeants et cadres des principales compagnies ou sociétés financières spécialisées présentes sur ce marché dans les domaines des particuliers, des entreprises, des professions règlementées, par ailleurs plusieurs avocats impliqués dans cette activité ainsi que des représentants du courtage spécialisé et des sociétés de services impliquées dans les nouvelles technologies de la gestion et la maîtrise des risques.

Pourquoi un Club dédié à la Caution ?

On constate que ce métier qui joue un rôle important de « facilitateur » et de « protecteur » dans de très nombreux domaines et process économiques français et internationaux est très mal connu globalement en particulier en France du fait de son histoire tout à fait spécifique.

En effet, ce type de garantie, qui intervient dans des domaines, des montants, des durées et selon des modalités très particulières, est maîtrisé principalement par ceux qui le pratiquent et rarement de façon globale.

Par ailleurs, puisqu'il peut être souscrit aussi bien par des banques, des sociétés financières spécialisées ou des compagnies d'assurances le cautionnement appartient à des fédérations professionnelles distinctes : la FFA et l'ASF.

Les particuliers sont également concernés : pour aider leurs proches ou soutenir leur entreprise, ils prennent des engagements diversement formalisés sans qu'aucun ne soit répertorié de façon centralisée et consolidée.

Les principaux objectifs du Club :

- **Faire connaître :** s'inscrivant dans la mission historique et principale du Centre des Professions Financières la première mission du club est de mieux faire connaître l'activité de la caution dans ces différentes composantes par des conférences et des débats animés par des professionnels.

- **Echanger et débattre :** entre les différents praticiens du métier dans le cadre de réunions d'échanges entre les membres du Club et au plan international.

- **Etudier** avec les spécialistes comment intégrer toutes les nouvelles technologies du digital et de l'Intelligence Artificielle.

- **Apporter** des propositions en liaison avec les organismes représentatifs pour mieux prendre en compte les spécificités du métier notamment sur un plan réglementaire.

Le club est animé par Philippe PLANCOULAINE ancien dirigeant d'une société spécialisée et Michel COTTET Directeur général de la SIAGI. ■

Le premier évènement proposé par le Club des Émetteurs de Caution est un colloque sur le rôle de la Caution dans l'économie française le 16 septembre prochain au Palais Brongniart dans les locaux de Finance Innovation. Trois tables rondes y seront proposées, animées par des représentants spécialistes des marchés des particuliers, des professionnels et des entreprises.

Activités du CILT

Jean-Pierre MAUREAU
Président du Club des Investisseurs de Long Terme et du groupe Croissance, Ruptures et Innovation
Co-Président des Cahiers du Centre

Par l'organisation de colloques et de réunions ouverts librement à tous, le Club des Investisseurs de Long Terme vise à souligner l'importance, sur le long terme, du financement régulier et stable de l'Économie et à faire reconnaître le rôle des acteurs qui s'y consacrent. Il invite à intervenir des institutionnels, des gérants d'actifs, des régulateurs, des universitaires, des politiques mais aussi les pionniers des nouveaux métiers, des philosophes qu'ils soient Français ou étrangers.

À la suite des colloques : « Les retraites pour financer l'Économie » (dont le titre n'a pas été également compris), « Place et rôle des investisseurs de long terme», « Pour un capital stratégique national», « les défis de la retraite en France ». Le colloque « Les retraites en Europe» à donné des repères actualisés et précis dont une partie est restituée dans « les Cahiers du Centre n°39 ».

Différents groupes du CILT, toujours lors de manifestations non payantes ouvrent des réflexions dans l'actualité des métiers de la Finance. Le groupe « Croissance, Rupture et Innovation » à la suite de ses colloques sur la *Blockchain*, les *ICO*, La réforme de la formation professionnelle a organisé à la FFA, un colloque sur « Un monde sans Cash » qui, comme les précédents a attiré de nombreux participants. Les groupes « Normes Comptables » et « Veille Réglementaire» ont auditionné plusieurs personnalités et organisé des tables rondes sur les IFRS, Solvabilité II et MIFID II, ils poursuivent leurs travaux sur ces sujets et plus spécifiquement sur les IFRS 17 ainsi que sur le financement de l'analyse financière. Les groupes « Retraites et Épargne pour Financer l'Économie » et « Recherche Académique et Partenariats » coordonnent activement leurs travaux en liaison avec les autres groupes et les associations de Place concernées. Le nouveau groupe « Infrastructure et Territoires » prépare un colloque sur « Le financement des infrastructures stratégiques. » et les responsables du groupe « Finance, Investissements Long Terme Responsables et Solidaires » dont le rôle central se développe activement soulignent, qu'à côté des évolutions technologiques, de l'augmentation de la puissance des processus, de la taille des mémoires, de la vitesse de la communication et des champs d'application de l'intelligence artificielle, le maintien responsable d'une diversité suffisamment riche dans tous les domaines mais surtout la mise au premier plan du social, du sociétal, restent prioritaires. Une grande manifestation est prévue à l'automne sur ce thème. Elle s'inscrira dans le cadre des grands Colloques semestriels du CILT ■

Le 31ème Concours des Mémoires de l'Économie et de la Finance touche à son terme

Alain CAZALÉ
Président du Comité Concours International des Mémoires de l'Économie et de la Finance

Cette 31ème édition qui bénéficie, aux côtés du Centre des Professions Financières, du partenariat de la Caisse des Dépôts, de COVEA, de l'Institut des Actuaires et de l'AFG s'est placée sous le thème de l'investissement de Long Terme.

Rappelons que ce thème peut être abordé sous différents aspects :

- Tels que ceux liés à l'épargne (et à la dette) sous ses nombreuses formes, à l'investissement des différents agents économiques et à leur financement, au rôle des marchés financiers, des entreprises, des assurances, des fonds de pensions et de retraites, des banques, à l'action des Etats, des Banques Centrales, des organismes supranationaux…
- Mais aussi ceux concernant les cadres réglementaires, comptables, fiscaux, les méthodes d'actualisation, de modélisation et de mutualisation, le poids des actifs immatériels, la mesure du risque, le contrôle ainsi que les nouvelles technologies, la *blockchain*, le digital, les banques de données, l'intelligence artificielle…
- En font également partie les sujets qui s'inscrivent dans l'agenda 2030 du développement durable de l'ONU : la transition démographique, le développement des territoires et les mouvements migratoires, les transitions énergétiques, les infrastructures, les modes de gouvernance…

Lancée fin 2018, la collecte des mémoires s'est achevée fin mars 2019 : 34 mémoires ont été ainsi reçus, un peu plus que notre objectif initial d'une trentaine. Ils proviennent de 15 Universités ou Grandes Ecoles situées en France et dans trois pays européens (Autriche, Belgique et Suède) et couvrent une grande variété de sujets, témoignant de la profondeur et de l'intérêt du thème retenu pour le Concours.

Par grands domaines, 18 mémoires touchent au domaine bancaire, 9 aux assurances, 14 à la bourse et la gestion, 11 aux entreprises, 3 à l'immobilier, 6 à la micro-économie, 2 aux risques, le total dépassant 34, les mémoires concernant souvent plusieurs domaines. 6 mémoires sont des mémoires d'actuariat, 4 concernent des modèles et 3 s'intéressent à la comptabilité.

Si l'on examine plus en détail les sujets retenus, certains sont relativement « classiques » comme le private equity, la dette d'Etat, l'évaluation des risques financiers ou la structure financière des entreprises mais s'y ajoutent des sujets s'inscrivant résolument dans les thématiques actuelles comme l'investissement socialement responsable ou la transition énergétique (éoliennes). Le *crowdfunding*, la *blockchain*, le big data font leur apparition, sachant que ces sujets ne sont pas les plus faciles à aborder par les étudiants car connaissant une transformation permanente et étant marqués par une obsolescence rapide de l'information pertinente.

Après plusieurs séances du pré jury, le jury constitué d'une vingtaine d'experts et d'universitaires réputés a lancé ses travaux et s'est, à l'heure où ces lignes sont écrites, déjà réuni deux fois permettant une discussion approfondie sur les mérites de chaque mémoire.

La remise des prix, initialement envisagée vers la mi-juin aura probablement plutôt lieu à la rentrée de septembre, à l'occasion d'un évènement portant sur l'investissement de long terme, laissant un peu plus temps pour l'établissement du palmarès et réunir les lauréats et leurs enseignants. ■

Calendrier des prochain

JUIN 2019

Club des Investisseurs de Long Terme

Colloque du CILT
Date : Lundi 17 juin à 17h30
Lieu : Palais du Luxembourg
Thème : « Les passerelles de l'enseignement supérieur »

Gratuit

Club des Jeunes Financiers

Rencontre du CJF
Date : Mardi 18 juin à 19h30
Lieu : Centre des Professions Financières
Thème : « Enjeux de l'IA pour la conformité, dans le monde de l'assurance »
Minetou Ndiaye, *Responsable de gestion de projet dans le secteur de l'assurance*

Gratuit

Club des Dirigeants Assurances et Mutuelles

Petit-déjeuner débat
Date : Mercredi 19 juin de 8h30 à 10h
Lieu : Cercle de l'Union Interalliée
Thème : « Le courtage d'assurance : la technicité et l'humain au service du dynamisme de l'assurance »
Robert LEBLANC, *Président - Directeur Général, AON France*

Centre des Professions Financières
www.professionsfinancieres.com

Petit-déjeuner débat
Date : Mercredi 26 juin de 8h30 à 10h
Lieu : Cercle de l'Union Interalliée
Thème : « Innovation et rupture dans le secteur bancaire »
Paul de LEUSSE, *Directeur Général d'Orange Bank et Directeur Général Adjoint en charge des services financiers mobiles, Orange*

JUILLET 2019

Club du Haut de Bilan

Conférence et dîner annuel du Club du Haut de Bilan
Date : Lundi 8 juillet
Lieu : Polo de Paris
Thème : Avec de nouvelles conditions macroéconomiques (Chine, États-Unis, etc.), comment financer l'avenir économique de l'Europe ?
Intervenants :
Sébastien RASPILLER, *Chef du service Financement de l'Économie, Direction générale du Trésor*

Animateurs :
- **Éric GAILLAT**, *Président du Club du Haut de Bilan et Associé Co-fondateur de CALAO FINANCE*
- **Jean ROGNETTA**, *Directeur de la rédaction de FORBES Magazine et Président de PME Finance/Europe Entrepreneurs*

nes manifestations 2019

SEPTEMBRE 2019

Club des Émetteurs de Cautions

Séminaire du Club des Émetteurs de Caution
Date : Lundi 16 septembre
Lieu : Finance Innovation, Palais Brongniart
Thème : Le rôle de la Caution dans l'économie française

Gratuit

OCTOBRE 2019

Club des Banques et de la Finance

Petit-déjeuner débat
Date : Mercredi 9 octobre de 8h30 à 10h
Lieu : Cercle de l'Union Interalliée
Stéphane FOUKS, *Vice-Président de HAVAS*

Club des Banques et de la Finance

Petit-déjeuner débat
Date : Mardi 15 octobre de 8h30 à 10h
Lieu : Cercle de l'Union Interalliée
François RIAHI, *Directeur Général de NATIXIS*

Nous aurons également le plaisir de recevoir en 2019 :

- **Franck PETITGAS,** *Directeur des activités internationales de Morgan Stanley*

POUR TOUT RENSEIGNEMENT COMPLÉMENTAIRE OU INSCRIPTION :

Inscriptions & réglements en ligne : www.professionsfinancieres.com

contact@professionsfinancieres.com / b.lhermitte@professionsfinancieres.com

Suivez-nous sur les réseaux :

Publi-rédactionnel

Sommaire

ADMICAL **91**
Quand l'engagement est porteur de valeur pour l'économie

AON FRANCE **92**
La puissance du leader mondial en courtage

FRANCE INVEST **93**
Le capital-investissement, multiplicateur de richesses

INSTITUT DES ACTUAIRES **94**
« Le digital est une vraie opportunité pour l'actuaire »

CTIP **95**
Les institutions de prévoyance, des acteurs engagés durablement aux côtés des entreprises

IDIA CAPITAL INVESTISSEMENT **96**
Le capital investissement au cœur du développement régional des PME et ETI

NG FINANCE **98**
L'excellence au cœur du conseil financier à l'international !

SCALED RISK **99**
Révolutionner l'analyse des données dans la finance

BANQUE DELUBAC & CIE **100**
La Banque Delubac & Cie : indépendance, expertise, tradition et confiance

REAXIS GROUPE **101**
REAXIS : Acteur majeur de la gestion du risque clients en France

DATASTORM **102**
Innovation : l'intelligence artificielle pour optimiser le recouvrement des créances immobilières

FLEMMING'S **104**
Créances recouvrées, image de marque préservée

LIVIA CONSEIL **106**
"Faire de vos enjeux les clés de votre réussite"

LENDYS **108**
Le conseil en comptabilité et actuariat

SESAMM **109**
Et si nous pouvions analyser l'humeur des marchés financiers ?

DREAMQUARK **110**
L'intelligence artificielle au service de la banque et de l'assurance

OCTOBER **112**
Place au financement participatif, en quelques clics

JVAVOCATS **113**
Vers une France d'investisseurs ?
Une fiscalité clarifiée pour capter des supports plus complexes et diversifiés

Dossiers réalisés par FFE - Rédaction : Hannibal+ - Contact : Mickaël Caron - Mickael.caron@ffe.fr - Tél. : 01 53 36 37 88

ADMICAL
ENTREPRENEURS DE MÉCÉNAT

François Debiesse
Président

Quand l'engagement est porteur de valeur pour l'économie

Depuis plusieurs années, les chiffres du baromètre Admical du mécénat d'entreprise en France et les données du ministère des Finances, ont mis en évidence le développement continu du mécénat tant en valeur qu'en nombre d'entreprises. François Debiesse, Président, nous en dit davantage.

Quelques mots sur Admical ?

Admical a été créée en 1979 par Jacques Rigaud, père du musée d'Orsay et président de RTL, qui a été marqué par la philanthropie américaine. Les premières bases du mécénat d'entreprise, ont eu un écho très favorable. Avec l'élection de François Mitterrand et l'arrivée de Jacques Lang au ministère de la culture, il y a eu de nombreuses initiatives dans le domaine culturel. Par la suite, de grandes entreprises se sont retrouvées dans un environnement politique différent avec une forte dominance culturelle. Elles ont créé des fondations pour mettre en œuvre leurs politiques d'intérêt général. À cette époque, la société française était beaucoup plus paisible qu'elle ne l'est aujourd'hui. La multiplication de ces initiatives culturelles a duré jusqu'aux années 2000. Avec la crise sociale et la grande crise économique de 2008, les urgences principales sont devenues sociales. C'est là que le mécénat a remis en question ses domaines d'intervention et s'est tourné vers le domaine du social et de la solidarité.

Quelles sont les missions d'Admical ?

Le rôle d'Admical dans cet environnement était très important.

Sa feuille de route depuis sa création est double : bâtir et développer le mécénat en France et accompagner les mécènes dans la pratique de leur engagement sociétal.

- La 1ère mission consiste à construire et défendre un cadre juridique et fiscal suffisamment attrayants pour que les entreprises soient amenées à s'y intéresser et qu'elles y trouvent un avantage, puis faire un travail d'éducation et de sensibilisation pour faire connaitre ce dispositif et donner envie aux entreprises de faire du mécénat. Depuis la Loi Aillagon en 2003, il s'est énormément développé. Cependant, en France, seulement 9 % des entreprises font du mécénat. Il y a donc encore un fort potentiel de développement de la pratique auprès des entreprises, notamment les TPE et PME.
- La 2e mission consiste à accompagner les mécènes en leur donnant les moyens de professionnaliser leur pratique du mécénat à travers notamment des formations et un accompagnement juridique de nos adhérents.

Admical est donc un acteur au service des entreprises ayant la volonté d'exercer leurs métiers de façon responsable en s'intéressant à la société, en s'y engageant et en impliquant leurs collaborateurs.

Qu'en est-il du rôle du dispositif fiscal ?

Il est à la fois important mais pas fondamental. Aujourd'hui une entreprise peut déduire 60 % du montant de son don de l'IS. Lorsque nous interrogeons les mécènes, nous constatons que la motivation première n'est jamais fiscale, mais plutôt liée à l'envie de mener une action d'intérêt général et à l'affirmation des valeurs de l'entreprise. Ce cadre est donc un facilitateur qui permet aux entreprises d'affirmer leur rôle sociétal tout en ayant la possibilité de défiscaliser une partie de leurs dons. Elles pourront ainsi envisager d'allouer des montants plus importants.

La puissance du leader mondial en courtage

Robert Leblanc
PDG de Aon France

Fort de son expertise de plus de 30 ans dans le domaine du courtage, de l'assurance et de la réassurance, Aon France accompagne ses clients sur l'ensemble de la chaîne de transfert de leurs risques : conseil, intermédiation et gestion. Le point avec Robert Leblanc, PDG de Aon France.

Quel regard portez-vous sur le secteur de l'assurance en France ?
Le marché de l'assurance en France occupe la 3e place mondiale après les États-Unis et le Royaume-Uni. C'est un secteur très dynamique, concurrentiel et important. Ceci ne concerne pas que les assureurs dont le siège social est dans l'hexagone mais l'ensemble des acteurs présent sur le marché français. Le marché parisien est profond et actuellement plus compétitif que celui de Londres. Malgré la capacité de celui-ci à traiter des risques venus du monde entier, nous n'avons besoin d'y placer que 2 ou 3 % des risques de nos clients, tout le reste trouvant une solution en France.

Pouvez-vous nous en dire davantage sur les évolutions concernant la protection des assurés ?
Nous sommes peu concernés par ces évolutions puisque plus de 90 % de notre chiffre d'affaires provient du B2B. Cependant je pense que la volonté d'assurer une meilleure protection des clients est mal comprise par les législateurs. Toute la réglementation est focalisée sur le prix d'achat et l'idée d'une transparence absolue alors que ce qui importe vraiment c'est la qualité du remboursement des sinistres. Les gens ne disent jamais « j'ai payé très cher mon assurance » mais plutôt « j'ai eu du mal à être remboursé ». Notre mission, en tant que courtiers, est de défendre nos clients face aux assureurs pour obtenir les meilleurs remboursements possibles.

Quelle est votre valeur ajoutée ?
Nous travaillons avec nos clients sur des risques industriels mais aussi cybers, de flottes automobiles et sur des risques de construction sur de grands chantiers. Notre travail est de comprendre les besoins des clients. Nous en discutons avec eux afin d'élaborer une solution.
Puis nous dialoguons avec les assureurs pour la mettre en œuvre. Nous construisons ainsi un schéma de rétention et de transfert des risques. Plus particulièrement, nous mettons en œuvre des solutions avec plusieurs lignes d'assurances les unes au-dessus des autres.
Il s'agit de montages complexes qui font intervenir plusieurs assureurs, mais nous avons à la fois les compétences techniques et le sens de l'écoute. Notre valeur ajoutée réside aussi dans l'accompagnement de nos clients dans la gestion de leurs sinistres ainsi que dans les négociations que nous entamons avec les assureurs.

Quels sont vos enjeux et vos perspectives ?
Nos principaux challenges sont d'ordre humain. Nous voulons recruter les meilleurs profils, les promouvoir, leur donner des responsabilités et créer un bon climat social.
Aujourd'hui, même si nous enregistrons une croissance 2 fois supérieur à celle de notre Groupe, (8 % par an), nous devons continuer à progresser. Notre groupe est leader mondial : notre ambition est de devenir leader en France; en boostant notre croissance par des acquisitions. Notre groupe envisage d'investir prioritairement dans le marché français parce que c'est un grand marché et parce que notre équipe y est performante.

Le capital-investissement, multiplicateur de richesses

Accélérateur de croissance incontestable depuis quelques décennies, le capital-investissement, est de plus en plus acclamé par les acteurs économiques. Dominique Gaillard, Président de France Invest, nous en dit plus sur cet écosystème en pleine effervescence.

Dominique Gaillard
Président de France Invest

Pouvez-vous nous rappeler les missions et le périmètre d'action de France Invest ?

L'association professionnelle France Invest rassemble les professionnels du capital-investissement actifs en France. Cela couvre les acteurs du capital-innovation, du capital-développement et du capital-transmission qui accompagnent les start-up, les PME et les ETI non cotées pour permettre à leurs dirigeants de mener leurs projets entrepreneuriaux. Ceci représente plus de 310 membres actifs, qui apportent du financement en capital, en dette privée, et sur des projets d'infrastructure, et près de 200 membres associés. Concrètement, en 2017, nos membres ont levé collectivement 23 milliards d'euros, auprès d'investisseurs institutionnels et privés, et investi 22 milliards. Ce sont au total plus de 7500 sociétés qui sont accompagnées par nos membres. Ces entreprises ont une croissance en moyenne deux fois supérieure à celle de l'économie française et créent massivement de l'emploi. Notre but est de contribuer à créer des champions européens et mondiaux et ainsi à renforcer l'économie française.

Vous avez été élu à la présidence de France Invest en juin dernier, pour un mandat de deux ans. Quels sont les principaux sujets qui vous mobilisent actuellement ?

Mon programme comporte 18 propositions. L'une d'entre elles est de favoriser le partage de la valeur au sein des entreprises. Ainsi, nous avons déposé un amendement au projet de loi Pacte qui permet aux actionnaires qui le souhaitent de retransférer un pourcentage de la création de valeur générée aux salariés des entreprises accompagnées, dans un schéma fiscal efficient. D'autre part, nous souhaitons nous rapprocher de ceux des entrepreneurs familiaux, qui sont réticents à ouvrir leur capital aux investisseurs financiers, afin de leur montrer, exemples à l'appui, ce que nous apportons, non seulement en termes de financement, mais aussi et surtout en savoir-faire pour les aider à accélérer leur croissance.

Plus particulièrement, quelles sont les principales tendances qui marquent le capital investissement actuellement ?

Le capital-investissement a fait la preuve de son efficience et de son impact économique et social depuis son arrivée en France, il y a une quarantaine d'années. Récemment, la création de la French Tech a appuyé l'évolution du capital-innovation, favorisant l'éclosion, le développement et le financement des start-ups. Globalement, le capital-investissement accompagne de plus en plus d'entreprises, près de 2.000 chaque année. C'est très significatif. Il nous faut pour cela lever encore plus de capitaux ; c'est d'ailleurs bien la tendance dans laquelle nous nous inscrivons.

Qu'en est-il de vos principaux enjeux ?

Nos principaux enjeux sont de deux ordres. Tout d'abord, toujours mieux faire connaître les nombreux bénéfices pour les entreprises d'ouvrir leur capital à des actionnaires professionnels. Enfin, traiter avec les autorités publiques pour apporter encore plus de fluidité sur les aspects réglementaires, législatifs et fiscaux afin de favoriser l'entrepreneuriat en France.

« Le digital est une vraie opportunité pour l'actuaire »

David Dubois
Président de l'Institut des actuaires

David Dubois est Président de l'Institut des actuaires depuis Juillet 2016, pour un mandat de 4 ans. Dans cet entretien, il revient sur les principales missions de l'association ainsi que les enjeux auxquels est confronté le métier d'actuaire aujourd'hui.

Présentez-nous l'Institut des actuaires et ses principales missions.

C'est une association loi de 1901 reconnue d'utilité publique. Membre de l'Association Actuarielle Internationale et de l'Association Actuarielle Européenne, l'Institut des actuaires articule ses activités autour de trois axes principaux : encourager le développement de l'étude des mathématiques appliquées à l'ensemble des domaines des risques, promouvoir un actuariat de qualité au service du public et être garant de l'éthique professionnelle et la compétence technique de nos membres.

Les actuaires en France n'étant pas règlementés par une loi, notre association œuvre à mettre en avant la profession et à bâtir notre propre régulation afin d'être garants de la qualité et de l'excellence de nos membres.

Quelles sont les principales problématiques auxquelles est confronté le métier d'actuaire aujourd'hui ?

L'actuariat était auparavant une compétence assez rare, ce qui mettait les actuaires dans une situation assez enviable. C'était un métier spécifique de connaisseur de risque avec une promesse d'avoir de très bons postes et d'évoluer rapidement vers des fonctions de direction générale.

Aujourd'hui, il y a de plus en plus d'actuaires issus des filières de formation initiale ou continue. Le marché leur reconnait une employabilité technique immédiate du fait des compétences acquises dans leur formation. Le risque auquel est confrontée la profession c'est de rester enfermés dans la technicité et devenir expert de sa propre expertise. Tout l'enjeu est d'amener les actuaires à s'ouvrir à l'intégralité de la chaine de valeur de l'assurance, de la banque ou de la finance voir en dehors de ces secteurs traditionnels d'activité.

Notre deuxième enjeu tourne autour de la digitalisation, du progrès technologique, de l'intelligence artificielle ou des data scientists, souvent présentés comme une menace pour le métier.

Être actuaire, c'est être un « professionnel du risque » disposant d'une batterie d'outils et de la capacité à mobiliser ses compétences techniques sur de nombreux sujets. Pour les actuaires, l'enjeu avec la data science et l'intelligence artificielle c'est de comprendre la portée de ces nouveaux outils, de savoir interpréter les résultats des algorithmes et de les mettre en œuvre dans le cadre d'un business model. L'actuaire a en effet cette capacité à prendre le recul, à comprendre les enjeux et les process et pouvoir donner une dimension interprétative. Il s'agit donc d'un enjeu positif pour la profession. Loin d'être une menace, le digital est une vraie opportunité pour l'actuaire, une chance de faire valoir ses compétences et tout ce qui fait sa force.

Quelques mots sur votre actualité ?

Nous inscrivons depuis quelques années l'Institut des actuaires dans le monde de demain. En d'autres termes, il y a un vrai besoin aujourd'hui de repositionner notre association à la suite de toutes les évolutions des secteurs d'activité qui se répercutent sur la profession.

Autre point d'importance, les décisions et les évolutions règlementaires, soit au niveau européen soit au niveau français, sont issues de positions politiques. Une de nos ambitions est de faire partie intégrante du processus d'élaboration des textes et de participer activement à la réflexion de l'évolution de la société en amenant une réflexion sur les risques à partir de faits objectifs. Les actuaires sont des éclairants de la prise de décision.

Les institutions de prévoyance, des acteurs engagés durablement aux côtés des entreprises

Jean Paul Lacam, délégué général du CTIP

Spécialistes du contrat collectif, les IP proposent aux entreprises des garanties en matière de santé et de prévoyance ainsi que des produits d'épargne retraite collective. Acteurs majeurs de la protection sociale, elles accompagnent les assurés tout au long de leur vie avec des solutions adaptées en accord avec leurs valeurs fondatrices - l'efficacité, la solidarité, le collectif - et leur gouvernance paritaire.

www.ctip.asso.fr

Investir pour accompagner le développement des entreprises

Partenaires des entreprises pour offrir une protection sociale de qualité aux salariés, essentiellement sous forme de rentes en complément de la sécurité sociale, en cas d'invalidité, de décès ou de retraite, les IP sont des investisseurs institutionnels, détenant 190 milliards d'euros d'en-cours en comptes consolidés[1]. Engagés sur le long terme au titre de garanties non rachetables, les IP peuvent consacrer une part importante de leurs investissements au financement de l'économie, soit en obligations d'entreprises, soit en actions, à hauteur de plus de la moitié de leurs encours. De même, investisseurs socialement responsables depuis plusieurs années, elles accompagnent activement les dispositions de l'article 173 de la loi de transition énergétique. Acteurs de proximité et d'innovation sociale, elles consacrent aussi une part de leurs actifs au développement des entreprises par des prêts en direct ou via des fonds de dette aux PME et en investissant dans des start-up.

Sécuriser la retraite des salariés avec l'épargne retraite

De par leur proximité avec les branches professionnelles, avec les entreprises et les salariés et leur appartenance aux groupes de protection sociale, gestionnaires des régimes complémentaires des salariés, les IP sont sensibles aux enjeux du vieillissement démographique et à l'évolution du système de retraite. Elles incitent ainsi leurs entreprises clientes à mettre en place des dispositifs d'épargne retraite salariale.
Le marché de la retraite supplémentaire reste peu développé en France. Les prestations de retraite supplémentaire représentent seulement 2 % des 308 milliards d'euros de prestations versées chaque année par les systèmes de répartition à plus de 17 millions de retraités. À fin 2017, les IP couvraient environ 1 million de salariés en retraite supplémentaire, pour environ 1 milliard d'euros de cotisations et un encours de 10 milliards d'euros.

Convaincues que ces dispositifs sont essentiels pour garantir aux Français un complément de revenu, les IP, réunies au sein du CTIP, ont érigé des principes d'action, autour de cinq Ambitions : améliorer la lisibilité et la compréhension des produits ; assurer une information continue auprès des clients ; promouvoir la rente, seule prestation garantissant un revenu viager au moment de la retraite ; supprimer la double taxation des cotisations d'une part et des rentes d'autre part et enfin, point majeur du point de vue de l'investisseur institutionnel, adapter le régime Solvabilité 2 aux activités de long terme. Ces ambitions ont été portées auprès des pouvoirs publics lors de l'examen de la loi Pacte.

Bâtir un cadre prudentiel à l'image des fonds de retraite professionnelle supplémentaire (FRPS) sera le message du CTIP et des IP, durant la révision 2020 de Solvabilité 2, à la fois pour l'essor de l'épargne retraite et pour les assurés, au bénéfice du financement de l'économie.

1. Comptes consolidés des IP à fin 2017. Sur la base des comptes sociaux, les encours s'élèvent à 65 milliards d'euros.

Le capital investissement au cœur du développement régional des PME et ETI

Christophe Blanchy, Directeur Général d'IDIA Capital Investissement filiale du groupe Crédit Agricole.

Présentez-nous IDIA Capital Investissement.

IDIA Capital Investissement (IDIA CI) regroupe les activités de capital accompagnement minoritaire actif de Crédit Agricole S.A., en accompagnement des dirigeants de PME et ETI, de tous secteurs d'activité. IDIA CI bénéficie d'une expertise reconnue dans les filières agroalimentaire et viticole, santé, tourisme et transition énergétique.

L'investissement cible en fonds propres par opération est compris entre 1 et 50 millions d'euros. IDIA CI s'associe également aux réseaux du groupe Crédit Agricole pour des solutions de financement sur mesure.

IDIA CI est un acteur stratégique de l'engagement du Crédit Agricole pour la redynamisation des territoires et pour le soutien de la croissance des PME et ETI.

Nos actifs sous gestion représentent, en décembre 2018, près d'1.5 Md€, et nous disposons d'un portefeuille d'environ 100 sociétés.
Nous exerçons notre métier principalement en France même si nous avons quelques participations à l'étranger, notamment en Italie.

Concrètement, comment accompagnez-vous vos clients ?

Forte d'une expérience de plus de 30 ans dans les filières agroalimentaire et viticole, l'équipe d'investisseurs d'IDIA CI intervient dans des secteurs aussi variés que la santé, les énergies, l'environnement, et le tourisme.
Cette expertise sectorielle est primordiale car elle permet aux investisseurs de comprendre la logique des entrepreneurs qu'ils conseillent et accompagnent.
De plus, nous sommes des investisseurs « patients », c'est-à-dire que nous investissons sur une durée moyenne comprise entre 7 et 10 ans, ce qui nous distingue de nos confrères sur le marché du capital investissement.

Nous sommes conscients qu'une stratégie de croissance se bâtit sur le long terme : c'est la raison pour laquelle nous accompagnons les dirigeants à toutes les étapes de la vie de leur entreprise, et pouvons ajuster la durée d'investissement en fonction d'un plan de développement défini avec l'entrepreneur.

Toutefois, notre prise de participation n'excède pas une portion représentant 30 % du capital des entreprises que nous accompagnons.

Nous investissons en fonds propres et participons ainsi, avec les Caisses régionales de Crédit Agricole, au développement des territoires.

En outre, nous avons mis notre expertise actionnariale au service d'une politique ambitieuse de développement de la performance extra financière de notre portefeuille ;

Depuis 2017, IDIA CI s'est fixé comme objectif de mesurer, sur une base annuelle, l'empreinte environnementale et sociale de son portefeuille, en partenariat avec un cabinet spécialisé.

Ceci nous permet d'établir un baromètre annuel de chacune des entreprises accompagnées. Cette campagne nous permet de remettre à toutes nos entreprises accompagnées un rapport individualisé qui leur permet de :

- Bénéficier d'un diagnostic sur leurs pratiques en matière d'ESG ;
- Valoriser les bonnes pratiques déjà mises en œuvre ;
- Identifier des axes d'amélioration.

Le groupe Crédit Agricole se distingue aussi par une forte présence territoriale, grâce à l'appui des sociétés de capital investissement régionales du Groupe, lesquelles sont implantées dans de grandes villes en France, notamment : UNEXO (Rennes), CARVEST (Lyon), SOCADIF (Paris), GRAND SUD-OUEST CAPITAL (Bordeaux), SOFILARO (Montpellier), NORD CAPITAL INVESTISSEMENT (Lille) et SOFIPACA (Aix-en-provence) entre autres.

Qu'en est-il des enjeux qui persistent ?

Le nombre d'acteurs du Private Equity ne cesse d'augmenter et de nouveaux fonds voient le jour. Le secteur du Private Equity est en pleine évolution : Un des premiers enjeux repose sur l'excès de liquidités disponibles sur le marché. Celui-ci entraîne une concurrence accrue entre les investisseurs et une accélération des processus.

La digitalisation est également un facteur accélérateur de ce mouvement. Les conséquences de la digitalisation imposent un changement des points d'attention des équipes comme la protection des données (RGPD) et la cybersécurité.

Au vu de ces enjeux, le facteur humain n'a jamais été aussi prégnant. Le dirigeant d'une entreprise qui décide de faire entrer un investisseur dans son capital afin de soutenir sa croissance, va avoir le choix entre différents candidats investisseurs. Son choix se portera naturellement sur celui avec qui la confiance sera établie.

L'investisseur qui examine l'entrée au capital dans une société se concentrera lui, sur la qualité du management et renoncera certainement si les hommes et les femmes qui dirigent l'entreprise n'ont pas sa confiance. Nous avons conscience chez IDIA CI de la place que les aspects humains ont pris, et cette dimension reste centrale dans nos choix d'investissement.

Le Private Equity est donc en train de devenir progressivement de plus en plus important dans le financement / capital des PME. Ce qui amène ainsi le Financial Times à titrer récemment « Private equity, public lenders ».

Nous sommes positionnés sur des métiers en pleine mutation, ce qui rend notre mission d'investisseur responsable attractive et passionnante.

Quelles sont vos nouveautés ?

Le groupe Crédit Agricole a lancé récemment le fonds CA Transitions, premier fonds d'investissement bancaire pour compte propre dédié aux transitions énergétique, agricole et agroalimentaire. Il accompagnera le développement des PME, ETI et coopératives engagées dans ces nouveaux modèles.

La création de ce fonds, porté par IDIA Capital Investissement, répond ainsi à un double enjeu : l'augmentation des besoins de financement de la transition énergétique, ainsi que ceux provenant des acteurs des filières agricoles et agroalimentaires, qui se transforment pour répondre aux attentes sociétales.
Concrètement, le fonds CA Transitions, en investissant en capital, accompagnera :

- Des entreprises de la transition énergétique, en ciblant plus précisément la production d'énergies renouvelables, l'efficacité énergétique dans les bâtiments, les réseaux intelligents de stockage et de distribution d'énergie ou le recyclage et la valorisation de matériaux ;
- Des coopératives et des entreprises agroalimentaires en transition, qui s'engagent à s'améliorer sur un certain nombre d'enjeux comme la durabilité de leur chaîne d'approvisionnements, la gestion de l'eau ou de l'énergie, le traitement des déchets, etc. ;
- Des entreprises qui ont vocation à faciliter les transitions agricoles et agroalimentaires, en proposant des produits et des services aux producteurs agricoles et aux entreprises de transformation.

Le fonds cible aussi bien les PME, les ETI et les coopératives, auxquelles il sera proposé, en co-investissement avec les sociétés de capital investissement régionales du groupe Crédit Agricole, des investissements compris entre 1 et 20 M€ pour une durée de 5 à 10 ans.

Notre souhait est d'accompagner, grâce à ce fonds à impact environnemental et social fort, les entreprises dans cette démarche de transition, pour qu'elles puissent continuer à se développer de manière pérenne, C'est notre Ambition !

L'excellence au cœur du conseil financier à l'international !

"Notre objectif est de couvrir toute la chaîne de l'expertise financière en ciblant prioritairement ETI, PME et fonds d'investissement, pour leur offrir du conseil haut de gamme et une signature irréprochable". Rencontre avec Olivier Schwab, Associé Fondateur de NG Finance et Président Expert en Evaluation Financière.

Olivier Schwab
Associé Fondateur de NG Finance et Président Expert en Evaluation Financière

Présentez-nous NG Finance.

NG Finance est un cabinet de conseil financier que j'ai fondé en 2011 avec Jacques-Henri Hacquin. L'expertise du cabinet s'appuie sur nos deux parcours complémentaires. Le cursus bancaire en gestion privée ainsi que les compétences juridiques et patrimoniale de Jacques-Henri viennent compléter mon expérience en évaluation stratégique et financière acquise notamment au sein des cabinet EY et KPMG à Paris et à Londres depuis 25 ans.

Nous sommes en effet spécialisés en Evaluation Financière, en Audit d'Acquisition et de Cession et en Accompagnement Financière où nous mettons en place des outils de reporting, de pilotage de performance et de suivi de trésorerie. Dans le cadre de notre activité d'évaluation, nous intervenons à la fois comme un support d'accompagnement mais aussi en tant qu'experts indépendants dans les environnements réglementés ou contrôlés par les autorités de tutelle. Aujourd'hui, nous comptons 25 collaborateurs répartis sur 3 pays : La France, le Royaume-Uni et la Suisse. Nous couvrons aussi l'Allemagne et le Benelux en Europe.

Depuis sa création, NG Finance a réalisé plus de 600 missions dont 180 l'année dernière et environ 150 à l'international. Notre activité a ainsi enregistré une croissance de plus de 150 % !

L'évaluation financière étant une opération assez complexe, comment l'appréhendez-vous ?

D'une part, nous devons gérer des actifs de toute nature (incorporels tels que marques, brevets, bases de données et autres contrats ; corporels tels que stocks, bâtiments et équipements industriels).

D'autre part, nous évaluons des instruments financiers divers (hybrides tels qu'ADP, ABSA et quasi fonds propres tels que OC, OBSA, etc.).

Qu'est ce qui vous différencie à ce niveau ?

Nous pouvons réaliser nos missions techniques tout en assurant un niveau d'interaction et de conseil indépendamment de l'environnement ou de l'opération.

Nous mettons en œuvre une approche multicritère par l'association de différents outils basés sur les fondamentaux de l'entreprise et sur des comparables transactionnels ou boursiers. Nous avons la chance de réaliser des évaluations de sociétés opérant dans des pays très lointains parce qu'elles nous aident à collecter des informations financières qui enrichissent nos bases de données.

Cependant, lorsque nous intervenons dans des environnements réglementés, nous devons être vigilants aux aspects spécifiques comptables, fiscaux ou légaux. Nous nous appuyons dans ce cadre sur notre réseau de "best friends" composé d'avocats et d'experts comptables qui maitrisent les spécificités de chaque contexte.

Et pour conclure ?

Nous sommes un cabinet indépendant à taille humaine qui se distingue par sa proximité auprès de ses clients, son professionnalisme et sa haute technicité à l'échelle européenne et internationale.

Révolutionner l'analyse des données dans la finance

La plate-forme développée par Scaled Risk permet aux équipes chargées du reporting risque, performance et réglementaire de créer et mettre à jour des rapports plus rapidement, tout en garantissant une conformité à l'épreuve des régulateurs. Thierry Duchamp, CEO et Bertrand Tillay-Doledec, Chef de Produit, nous en disent plus.

Thierry Duchamp, CEO et Bertrand Tillay-Doledec, Chef de Produit

Quelques mots sur Scaled Risk.

Nous proposons une plateforme de data management et de reporting « self-service » destinée aux institutions financières. Basée sur des technologies de rupture, cette plateforme permet à des équipes métiers de dépasser les limites des outils traditionnels, qui ne leur permettent plus aujourd'hui de faire face au déluge de nouveaux tableaux de bords et de reportings à produire.

Quelles sont les limites des outils traditionnels et comment votre plateforme permet de les dépasser ?

Ces limites sont de deux ordres. La première, c'est le manque d'agilité. Là où les outils techniques type « datawarehouse », peu agiles ou « data lake », trop complexes peinent à s'adapter à des besoins changeants, Scaled Risk propose une solution clé en main ergonomique qui permet à des métiers d'accéder aux données de l'entreprise de préparer des reportings aussi facilement qu'avec un tableur Excel. C'est un énorme gain de temps et de ressources ! La deuxième, c'est l'auditabilité des données et des traitements : contrairement à Excel ou aux outils de BI, notre solution garde une trace de tous les traitements qui ont été faits. Cet aspect est fondamental alors que les régulateurs ont des attentes de plus en plus exigeantes sur la piste d'audit.

En quoi votre technologie change la donne ?

À la création de la société en 2012 nous avons fait le pari de réutiliser les concepts de gestion de données flexible et temps réel pensés par les ingénieurs de Google, Yahoo ou Facebook. Nous avons construit le produit sur cette base en greffant au fur et à mesure des fonctionnalités propres au secteur de la finance : capacités de calcul, lignage de la donnée et piste d'audit temporelle.

C'est cette dimension technologique qui nous permet de faire la différence aujourd'hui.

Comment vos clients utilisent votre plateforme ?

L'un de nos clients, un Asset Manager avec plus de 500 Mds€ d'actifs sous gestion, souhaitait créer un reporting de performance et de risque consolidé de ses fonds et de ses mandats, mis à jour quotidiennement et générant une piste d'audit des éventuelles corrections effectuées sur les valeurs.

Ce reporting devait également permettre d'appareiller les caractéristiques des instruments de sorte à agréger les statistiques par stratégie, gérant, pays, etc. Or, les données des fonds, des mandats et leurs caractéristiques étaient issues de 5 systèmes différents, avec des formats très hétérogènes. Produire ce rapport sur le datawarehouse de la société de gestion aurait nécessité 8 mois de projet IT. Et le besoin d'un rapport quotidien avec une piste d'audit empêchait d'utiliser des solutions plus flexibles comme des outils de BI. Avec Scaled Risk, ce projet n'a duré que 3 mois, avec une équipe réduite à un analyste et un data engineer. Nos avons fait économiser au client de précieux mois et plusieurs centaines de milliers d'euros.

Que recommandez-vous aux organisations engluées dans le reporting ?

D'essayer Scaled Risk ! La rigidité, les problèmes de qualité de données et de gouvernance ne sont pas une fatalité.

D'autant que notre approche permet de replacer la donnée entre les mains de ceux qui en ont réellement besoin : les métiers.

Essayer la solution est très facile, nous pouvons installer la solution sur les serveurs du client, ou bien la déployer en 2 clics sur un cloud privé sécurisé de Microsoft, qui est un partenaire.

La Banque Delubac & Cie : indépendance, expertise, tradition et confiance

Joël-Alexis Bialkiewicz
Associé Gérant
de la Banque
Delubac & Cie

Rencontre avec Joël-Alexis Bialkiewicz, Associé Gérant de la Banque Delubac & Cie. Il revient sur le positionnement de la banque, ses offres et ses perspectives de développement.

Quelques mots sur la Banque Delubac & Cie ?

La Banque Delubac & Cie est un établissement privé et indépendant contrôlé par les familles Samuel-Delubac et Bialkiewicz. Maurice Delubac a fondé l'établissement en 1924. Mon père, ancien cadre supérieur de grands groupes bancaires, s'est associé avec la famille fondatrice en 1988 sur la base de valeurs communes. Il l'a considérablement développée en faisant notamment passer les effectifs de 4 personnes en 1987 à plus de 200 aujourd'hui.

En privilégiant toujours la prudence, la banque a survécu à la crise de 1929, la crise immobilière ainsi qu'aux deux chocs pétroliers.

La banque est avant tout un établissement de niches répondant à des besoins précis et spécifiques qui nécessitent un haut niveau d'expertise. L'activité historique est la Banque Privée. En 1994, nous avons créé la Banque des Administrateurs de Biens afin de proposer un éventail complet de services bancaires aux professionnels de la gestion immobilière. En 1996, nous avons lancé la Banque Judiciaire pour offrir des services bancaires adaptés aux entreprises en difficulté. Depuis 2008, grâce à notre département de Banque d'Affaires, nous accompagnons nos clients dans le conseil et la gestion des opérations financières. En 2010, la banque renforce sa palette de services proposée aux professionnels, entreprises et associations. Poursuivant notre croissance, nous avons développé depuis 2014 un savoir-faire dans l'accompagnement sur les transactions internationales permettant d'assurer les flux financiers des entreprises européennes exportant vers des pays sensibles. Nous avons également deux filiales : Delubac Asset Management, société de gestion d'actifs et Haussmann Recouvrement, spécialisée dans le recouvrement.

Comment contribuez-vous au développement des investissements à long terme ?

D'abord, au travers de notre activité de Banque d'Affaires dans le cadre de laquelle nous gérons des émissions obligataires privées ou publiques. Ensuite, nous accompagnons les levées de fonds via la Banque Privée et l'Asset Management, avec une gestion à long terme du patrimoine de nos clients.

Nous y contribuons aussi en partenariat avec Delta Alternative Management, une société de gestion dont nous détenons une participation significative. En effet, nous lançons prochainement un fonds de prêts à l'économie avec le soutien du Fonds Européen d'Investissement. Les prêts aux PME/ETI, dont les bilans sont bons, ont, d'une manière générale, un bon rapport rentabilité/risque. Jusqu'à présent, seuls quelques initiés ayant accès aux placements obligataires privés pouvaient en bénéficier. Cela nous permettra, par ailleurs, de proposer à des institutionnels non bancaires un accès à ce type de placement.

Comment accompagnez-vous vos clients pour optimiser leurs choix d'investissement ?

Notre équipe de spécialistes étudie les besoins de nos clients pour leur proposer les meilleures solutions adaptées à leurs objectifs patrimoniaux. Nos experts accompagnent notre clientèle sur la durée, et sur toutes les étapes de leur vie grâce à des solutions évolutives s'adaptant à de nouvelles situations professionnelle ou patrimoniale.

Et vos enjeux ?

Nous poursuivons le développement de notre offre et mettons tout en œuvre pour renforcer la qualité de nos services et améliorer la satisfaction clients. En tant que banque indépendante à taille humaine, nous misons sur nos atouts pour y répondre : inventivité, souplesse et réactivité.

Les investissements dans des instruments financiers peuvent présenter des risques qui doivent être évalués par l'investisseur avant toute prise de décision.

REAXIS
Acteur majeur de la gestion du risque clients en France

Olivier ORIA
Président Directeur Général

Banques, assurances, sociétés de recouvrement, organismes de retraite, mutuelle, prévoyance, logements locatifs, immobilier, bailleurs sociaux, professions juridiques... tous sont en quête d'informations stratégiques sur leurs Clients ou le patrimoine qu'ils détiennent afin de prendre les bonnes décisions dans le cadre de l'exécution de leurs contrats.

Explications avec Olivier ORIA, Président Directeur Général de REAXIS.

Olivier ORIA, comment avec la création d'ATER il y a 30 ans, avez-vous abouti à l'émergence d'un Groupe reconnu en France en matière de gestion du risque Clients aujourd'hui ?

REAXIS s'est construit historiquement autour de l'enquête civile et la recherche de débiteurs dans un contexte contentieux, sous le nom d'ATER. Au fil des années, l'enquête civile a évolué et, nous nous sommes entourés d'autres expertises permettant d'apporter à nos Clients, les informations stratégiques dont ils ont besoin pour maitriser le risque et mener à bien leurs dossiers. Nous avons donc ajouté à notre spectre de compétences la publicité foncière, l'expertise immobilière, l'enquête fraude à l'assurance, la mise à jour de données 100 % automatisée. Nous conservons nos valeurs historiques et les mêmes ambitions : le respect de la règlementation (aussi bien celle de nos métiers, mais aussi celle de nos Clients), l'écoute et la satisfaction de nos Clients, l'expertise et la formation continue afin de rester experts dans chacun de nos métiers et l'agilité dans le but de constamment anticiper les évolutions de notre marché.

Dans quels contextes précis votre Groupe peut-il apporter des informations stratégiques ?

REAXIS est un prestataire de service qui apporte une aide pour la prise de décisions de ses Clients. Nous intervenons durant toute la vie d'un dossier client, qu'il s'agisse de la phase d'octroi (contrat de prêt), pendant la vie du contrat (changement de coordonnées ou de situation du titulaire), en phase contentieuse (non-respect des engagements) ou encore lors d'un évènement (sinistre, terme du contrat ou décès du titulaire). Nos enquêtes et expertises peuvent aussi concerner des personnes morales.

Quels sont les grands thèmes au cœur de l'actualité de REAXIS ?

Comme vous l'aurez compris, nos métiers sont directement liés à l'évolution réglementaire. La Cour des comptes vient de publier son rapport des comptes publics dont un dossier concerne la déshérence de manière générale (contrats d'assurance-vie et comptes bancaires) et plus récemment le sujet des contrats retraite supplémentaire non liquidés après termes. Ce phénomène de déshérence n'est pas un sujet résolu. Depuis 10 ans, ATER est fortement sollicité par les organismes financiers pour effectuer de la complétude de données, du traitement de Plis Non Distribués et des enquêtes successorales, notamment. Nous restons donc attentifs aux évolutions parlementaires portant sur ces travaux.

Autre sujet au cœur de l'actualité ces dernières années et sur lequel nous avons mis l'accent, la Directive Crédit 2017/17/UE. Cette Directive a permis de sensibiliser les établissements bancaires à identifier les enjeux et l'importance de recourir à un expert certifié aux normes internationales (IVSC, TEGoVA ou RICS) et respectant les normes dictées par la Charte de l'expertise en évaluation immobilière. Cofaris Evaluation est à même de satisfaire ces exigences règlementaires. Grâce à notre implantation en régions, nous disposons d'un véritable atout nous permettant d'être compétitif aussi bien dans des phases d'octroi de prêt ou de rachat de crédits (délai de 5 à 7 jours) que dans le cadre d'évaluation de patrimoine faisant suite à un rachat de créances avec garantie réelle portant sur un bien immobilier.

Quelle est la volonté de REAXIS pour les prochaines années ?

Nous allons continuer à faciliter les démarches de nos clients dans leurs décisions stratégiques tout en consolidant la complémentarité de nos prestations.

Contact :
www.reaxis-groupe.com
o.oria@reaxis-groupe.com
02 47 34 37 21

Innovation : l'intelligence artificielle pour optimiser le recouvrement des créances immobilières

Dans un contexte réglementaire et économique contraignant, l'efficacité opérationnelle est devenue une priorité des acteurs bancaires. Dans cette optique, DataStorm et le Crédit Immobilier de France ont développé une solution innovante pour optimiser la gestion du recouvrement des créances. Le point avec le CEO de DataStorm, Benoît Ravel, et Julien Valletoux, le Directeur des Risques, du Contrôle Permanent et de la Conformité du Crédit Immobilier de France.

Benoît Ravel
CEO de DataStorm,
avec la participation de Julien Valletoux,
Directeur des Risques, du Contrôle Permanent et de la Conformité du Crédit Immobilier de France

Benoit Ravel, dans quel cadre s'inscrit votre collaboration avec le Crédit Immobilier de France ?

Benoit Ravel : le Crédit Immobilier de France a sollicité DataStorm pour bénéficier d'une expertise en production statistique et en Machine Learning notamment pour la gestion des risques, un sujet particulièrement important dans le cadre de son activité de gestion des crédits immobiliers. S'agissant d'une entreprise en résolution depuis 2013 avec une restructuration complète et un changement radical de business modèle, il a fallu revoir complètement son organisation et réévaluer ses risques.

Il est aussi apparu nécessaire d'avoir une très forte expertise statistique et quantitative que le CIF a décidé d'externaliser pour plus de flexibilité et de technicité.

Julien Valletoux, pourquoi avez-vous choisi de vous concentrer sur le recouvrement des créances immobilières ?

Julien Valletoux : notre collaboration avec DataStorm s'est établie sur le spectre quantitatif et statistique de la direction des risques.

Cependant, le business modèle du CIF étant aujourd'hui focalisé sur la gestion des créances, les principaux risques auxquels l'entreprise doit faire face sont les créances douteuses et leur recouvrement.

Avec les équipes de DataStorm nous nous sommes donc fixé comme priorité de trouver des solutions pour minimiser ces risques et ainsi d'optimiser ces processus.

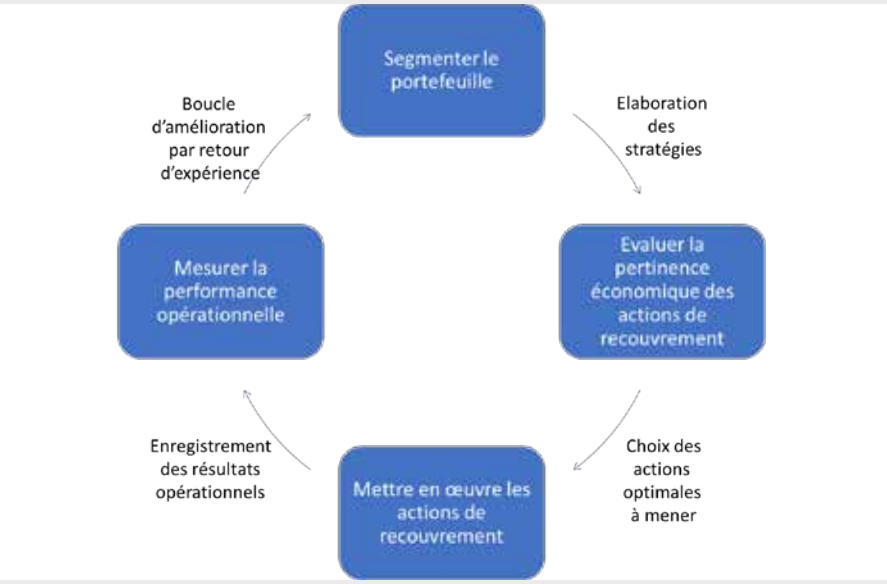
Dans cette démarche, vous misez sur les nouvelles technologies et plus spécifiquement l'intelligence artificielle. Dites-nous-en plus.

J.V : les algorithmes, notamment d'intelligence artificielle, ont la particularité de traiter de très grands volumes de données de manière à détecter les signaux faibles, ou les comportements très difficiles à mettre en exergue. En misant sur cette technologie, nous sommes capables de prédire le comportement d'un individu en fonction de différents scénarios et de prendre la meilleure décision. Ce peut être lui accorder plus de temps, l'aider à restructurer sa dette ou encore lui proposer de procéder à la vente de son bien immobilier pour solder sa créance. Nous disposons pour cela de bases de données assez riches qui nous renseignent sur les différents comportements clients, toujours dans le but de mieux anticiper l'activité du recouvrement.

Qu'est-ce que la mise en place d'un tel outil nécessite ?

J.V : d'un point de vue organisationnel, l'objectif était d'éviter les problématiques de boîte noire que peut poser ce genre d'algorithme.

C'était important pour nous qu'il soit un outil au service des collaborateurs plutôt que le contraire. Nous avons ainsi mis en place un système de conduite du changement et de formation sur la partie quantitative mais aussi sur ce que cet outil peut nous apporter, son fonctionnement, sa valeur ajoutée et notre marge de manœuvre. Cet outil permettra aussi aux gestionnaires d'avoir rapidement une analyse qui serait sinon très



longue et coûteuse, voire presque impossible à réaliser compte tenu du nombre de paramètres à intégrer.

Benoit Ravel, concrètement, quelle est votre approche et quels sont les avantages de cette méthode ?

B.R : l'idée consiste à imaginer plusieurs scénarios sur un dossier client. Le gestionnaire peut dans ce cas restructurer la créance ou lui laisser une marge pour rattraper son retard de règlement. Il peut éventuellement lui proposer d'engager une procédure de saisie immobilière. Sur chacun de ces scénarios, nous allons imaginer tous les futurs possibles de la créance. C'est-à-dire que nous allons établir une cartographie du comportement de la créance sur les prochains mois et jusqu'à l'échéance du prêt allant jusqu'à 25 ou 30 ans. Ces analyses, assez complexes, vont nous permettre de définir de manière probabiliste l'espérance de recouvrement et la manière la plus optimale de la gérer pour le Crédit Immobilier de France. Il pourra donc l'appréhender d'un point de vue financier mais aussi en tenant compte de l'ensemble des caractéristiques du client et de ses contraintes, qui sont par ailleurs modélisées à travers des scores. L'attaché de recouvrement, lors de la mise à jour de la situation du client, peut ainsi envisager la meilleure stratégie à l'aide de critères objectivés tout en restant parfaitement maître de la stratégie à adopter, aucune délégation de décision n'étant donnée à l'algorithme.

Quel est l'impact de cette solution sur la gestion des créances ?

J.V : du point de vue métier, l'avantage est double. D'une part, le gestionnaire peut intégrer directement des composantes financières issues de nos bases de données au lieu de faire du data crunching. Il monte ainsi en compétence, apporte sa propre valeur ajoutée et intègre d'autres composantes qu'il n'avait pas forcément l'habitude de traiter. D'autre part, en guidant le gestionnaire vers la meilleure solution possible, l'entreprise améliore considérablement son rendement en termes de recouvrement.

Quels sont les enjeux qui persistent ?

B.R : Pour rester pertinents, ces algorithmes nécessitent d'être monitorés de très près pour garantir la spécificité de chaque dossier à travers l'adaptation, le recalibrage et l'amélioration continue. Sur le plan méthodologique, le développement du Machine Learning et la réduction du temps entre la recherche et ses débouchés permet d'envisager de nouvelles applications à des domaines jusque-là réservés à des approches plus classiques fondées sur des systèmes experts. Ces techniques permettent, dans un cadre mathématique rigoureux, de disposer de systèmes non seulement plus précis dans les anticipations qu'ils proposent mais également beaucoup plus agiles du fait du caractère adaptatif des algorithmes de Machine Learning.

J.V : d'un point de vue métier, la problématique était beaucoup plus humaine. Cet algorithme n'a pas pour objectif de remplacer les gestionnaires. Il s'agit d'un point d'attention très fort que nous avons soulevé au sein du Crédit Immobilier de France.

Tous nos outils sont conçus pour renforcer le rôle de nos collaborateurs et les faire monter en compétence. Nous sommes plutôt face à la problématique de l'Homme augmenté au lieu de l'Homme remplacé. Le premier enjeu était donc d'expliquer à nos équipes l'objectif derrière cette technologie, de leur expliquer son fonctionnement et de leur montrer ses avantages. Nous voulons permettre à nos collaborateurs de s'approprier les fondements et le mécanisme du système du point de vue économique et organisationnel. Afin d'affiner l'algorithme, nous avons mis en place un test pour mesurer précisément les réactions des gestionnaires face aux préconisations de l'algorithme. Les techniques de Machine Learning, et plus largement d'intelligence artificielle, sont des outils formidables à condition d'être bien utilisés et dès lors que chacun trouve sa place entre la technologie et la composante humaine.

Contact :
www.datastorm.fr
contact@datastorm.fr

DataStorm est la filiale d'expertise et de conseil du Groupe des Ecoles Nationales d'Economie et Statistique. DataStorm permet aux donneurs d'ordre privés et publics d'accéder à toute l'expertise de l'ENSAE et de l'ENSAI dans les domaines de l'économie, de la statistique, de la data science et de l'intelligence artificielle.

Créances recouvrées, image de marque préservée

Dans les domaines du recouvrement et du renseignement, la confiance, le respect et la transparence sont les maîtres mots. Enquête sur cet univers et ses évolutions, dans cette interview avec Philippe Saulay, Fondateur de Flemming's.

Philippe SAULAY
Président fondateur

Quelques mots pour nous présenter Flemming's et son positionnement sur le marché ?

Flemming's a vu le jour en 1996. Opérant initialement comme une agence de détective privé, ses activités ont évolué pour se spécialiser aujourd'hui dans l'enquête civile, financière, mais aussi commerciale. Nous comptons parmi nos clients les principaux établissements bancaires, compagnies d'assurances, acteurs du logement, des cabinets d'avocats d'affaires…

Pour répondre aux besoins de nos clients, nous avons diversifié en 2008 nos activités avec le recouvrement de créances civiles et commerciales.

Nous faisons notre métier dans le cadre du respect de la personne, tout en protégeant l'image de marque de nos clients. Par exemple, si nous faisons face à un débiteur en situation d'insolvabilité notoire, nous l'accompagnons, nous mettons en adéquation nos actions afin qu'il puisse régler sa dette.

Par ailleurs, nous avons développé une activité d'expertise immobilière. En effet, depuis la crise de 2008, les banques ont l'obligation de rendre des comptes à l'autorité de contrôle et notamment sur la valorisation des garanties hypothécaires qu'ils peuvent avoir au niveau des biens immobiliers. Ces dernières font appel à nos services, pour mener des enquêtes et des avis de valeur sur ces biens.
Nous mettons à leur disposition un service d'experts adhérents FNAIM certifiés REV (norme européenne).
Nous avons également ouvert nos compétences à la généalogie successorale. Nous travaillons depuis de nombreuses années dans le cadre de la loi Eckert sur les assurances vie en déshérence.

Notre métier consiste à identifier les héritiers, pour ensuite les localiser et leur permettre de bénéficier de leurs droits.
Aujourd'hui, FLEMMING'S avec 8 M€ de chiffre d'affaires, est parmi les leaders dans ces domaines.

Spécialisé dans l'enquête et le recouvrement, que proposez-vous concrètement à vos clients?

Nous proposons des enquêtes préventives ou curatives. Les enquêtes préventives sont généralement des enquêtes de moralité, dans le cadre d'une pré-association ou pré-embauche, par exemple.
Les enquêtes curatives sont généralement sollicitées par nos clients, qui ont perdu la trace d'un débiteur.

Notre travail consiste à le localiser, à établir sa solvabilité, afin de déterminer la meilleure et la plus rapide procédure d'exécution. Nous sommes parfois amenés dans ce cadre à expertiser un bien immobilier qui serait dans le patrimoine du débiteur.

Par ailleurs, nous réalisons des enquêtes sur fraude, dans lesquelles, nous vérifions si l'identité d'une personne est réelle, sinon

qui a pu l'usurper, ou la créer. Concernant le recouvrement, notre métier consiste à recouvrir la créance pour le compte d'un client. Pour cela, nous tentons d'y remédier à l'amiable dans un premier temps, et s'il n'y a pas de résultat, nous entamons une procédure judiciaire. Nos juristes se chargent d'obtenir le titre exécutoire avec le concours d'avocats et d'huissiers. Ils décident ensuite de prendre soit des mesures conservatoires, soit des mesures d'exécution.

Aujourd'hui, quelle est votre force sur le marché ? Comment vous distinguez-vous ?

Nous nous distinguons par le respect que nous portons à l'égard de nos collaborateurs, de nos clients et également de nos débiteurs. Bien que nous soyons 150 collaborateurs, nous nous engageons à maintenir ces valeurs.

Le respect est un vecteur de réussite pour nous, car nous préservons l'image de nos clients. Ainsi, la relation commerciale entre notre client et le débiteur peut continuer dans de bonnes conditions le cas échéant. En outre, nous bâtissons un lien de confiance avec nos clients et installons les partenariats dans la perennité. En matière de renseignement, nous assurons à nos clients des informations exhaustives, pour qu'ils puissent toujours prendre la bonne décision.

Quels sont les principaux enjeux auxquels vous êtes confrontés ?

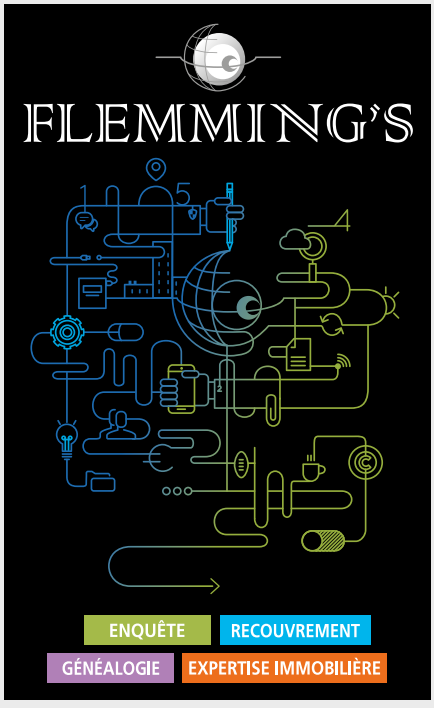
Pour maintenir notre développement, notre objectif est d'accroître le nombre de nos clients. Nous diversifions les secteurs d'activité et faisons de la prospection pour conclure des partenariats avec de nouveaux clients, de plus en plus convaincus par nos compétences.

L'enjeu, c'est aussi de convaincre sans contraindre le débiteur à régler sa dette à l'amiable afin de limiter les coûts engendrés par une procédure judiciaire. Toujours faire preuve de compréhension et de respect vis-à-vis de nos interlocuteurs afin de prioriser le règlement du créancier que l'on représente.

Qu'en est-il de vos perspectives ?

Nous avons diversifié nos activités en proposant le service de mutualisation du risque contentieux. Ce dernier permet aux banques et établissements financiers de baisser les frais liés aux contentieux, sans avoir à céder leurs créances donc leurs clients. Nous prenons en charge le dossier, et si le contentieux survient, nous nous chargeons d'effectuer à titre gracieux, l'enquête et le recouvrement.

Avec la mutualisation du risque, nous recouvrons en préservant l'image de marque de nos clients.



“Faire de vos enjeux les clés de votre réussite”

Livia Conseil accompagne les dirigeants pour appréhender les enjeux externes et internes et les transformer en points clés de succès. Le point avec René Lefeuvre, Coach et Associé fondateur de Livia Conseil.

LIVIACONSEIL

René LEFEUVRE
Coach et Associé fondateur de Livia Conseil

Quelques mots sur la genèse de Livia Conseil.

J’ai créé Livia Conseil en 2012 après un retour sur expérience de plus de 30 ans dans les domaines de l’assurance, du courtage et de la banque. L’idée est née de mon expérience dans une grande banque française où je me suis aperçu que les questions rencontrées n’étaient pas d’ordre technique, mais relevaient plutôt de la gestion du stress et des délais. Je me suis ainsi orienté naturellement vers le coaching et la médiation, leur approche bienveillante, tout en gardant à l’esprit la dimension de stratégie et de performance au sein de l’entreprise.

Qu’en est-il de votre démarche ?

Le processus repose sur l’analyse de la performance, par exemple, en me référant à la sociologie des organisations, aux concepts d’entreprise libérée, aux procédés d’innovation, au coaching et à la médiation. Je m’appuie aussi sur mes compétences en Intelligence Collective de l’école de Robert Dilts à Palo Alto et sur ma formation de coach de HEC. De plus, je collabore avec un réseau de partenaires qui partagent mes champs d’expertise. J’interviens sur du coaching individuel, d’équipe, et d’organisation, qui est une notion plus moderne, tournée sur le sens, la mission et l’ambition.

Dites-nous en plus sur votre méthode de médiation.

L’objectif est de faire descendre la pression en laissant place à l’empathie. Il s’agit de gérer les conflits extra et intra entreprise. Ce type d’intervention peut s’avérer difficile parce qu’il nécessite une compréhension approfondie de la structure et du contexte dans lequel l’entreprise opère. C’est le fait d’établir un accord sur le désaccord pour ensuite conduire des discussions en adressant les problématiques rencontrées par toutes les parties prenantes. La médiation est très sollicitée dans les domaines de la banque et de l’assurance où les Directeurs Financiers sont constamment amenés à gérer le changement, à innover et à proposer des projets.

En quoi consiste votre démarche de coaching des Directeurs Financiers ?

D’abord, je commence par instaurer un climat d’empathie. Ensuite, je les laisse me faire part des problématiques et des défis qu’ils rencontrent, notamment :

- Le risque de perdre leurs pouvoirs à cause de l’avancée technologique de l’Intelligence Artificielle. Ce volet représente aussi une opportunité de création de valeur ajoutée si les compétences sont adaptées ;
- La difficulté à déléguer ;
- Le stress de gestion du planning ;
- Les problèmes opérationnels d’outsourcing ou d’externalisation.

Comment les accompagnez-vous pour appréhender ces difficultés ?

Je me suis focalisé sur le « rôle du Directeur Financier dans l’entreprise », qui se positionne plus que jamais en tant que partenaire privilégié de l’entreprise. J’interviens pour renforcer son assertivité et l’aider à appréhender l’ensemble des facteurs qui concernent la Direction Financière, tels que :

- Les systèmes d’information et les relations avec les DSI ;
- Les processus de décision : Ils sont amenés à raccourcir les chaînes de décision, à optimiser la sortie des résultats et à limiter les risques pour aboutir à un équilibre entre le contrôle et la délégation des activités opérationnelles. Ils doivent aussi monter des tableaux de bord relativement rapides et sophistiqués avec des indicateurs financiers sur la partie de l’opération et le comportement des clients. C’est-à-

dire qu'ils interviennent non seulement sur la partie financière mais de plus en plus sur l'information et les précisions ;

- La complexité des normes comptables : IFRS, l'intégration des reporting opérationnels, la RGPD…
- La gouvernance : Le Directeur Financier est en relation directe avec la Direction Juridique, la DRH et la Direction des Systèmes d'Information. Son rôle consiste à améliorer la transparence avec un dispositif intransigeant de reporting et un processus de management par objectif tout en veillant à la dimension RSE ;
- La trésorerie : C'est un rôle primordial et un excellent indicateur de la santé de l'entreprise qui est souvent très occulté. La notion de liquidité est au cœur de toutes les préoccupations ainsi que le respect du BFR et des obligations bancaires à signer. Le Directeur Financier est au centre de la négociation interne et il doit aussi transmettre l'idée qu'un résultat est aussi une opération de trésorerie et de délais d'encaissements ;
- L'optimisation fiscale : Le directeur financier joue un rôle majeur surtout s'il opère dans un contexte international avec l'objectif de cerner les bénéfices réalisés hors du pays d'origine. Il doit sécuriser la charge fiscale en fonction des contraintes normatives, des règles applicables et des exigences du Conseil de Surveillance ;
- Les indicateurs de pilotage : Son rôle n'est pas seulement de suivre le chiffre d'affaires et de réaliser des marges en analysant les coûts. C'est un acteur central qui permet aux opérationnels d'avoir un baromètre de performance et de suivre les évolutions du marché ;
- La mission de politique générale avec la DRH : Il a une fonction centrale surtout dans les fusions acquisitions. Il est le mieux placé pour élaborer et conduire le projet stratégique de l'entreprise et présenter son analyse face au Conseil d'Administration.

Pensez-vous que l'intelligence artificielle pourrait remplacer le rôle du Directeur Financier ?

Bien au contraire ! Elle peut, au stade actuel de développement, libérer des tâches à faible valeur ajoutée, par exemple en suggérant des plans de missions et en tirant des conséquences pour l'audit opérationnel. La blockchain pourrait aussi donner naissance à une base d'audit appuyée par l'IA.

Le « machine learning » pourrait à ce jour aider à la détection des fraudes et du blanchiment et participer au recueil et au traitement de big data à des fins internes et externes.

Et pour conclure ?

Le Directeur Financier se positionne plus que jamais au cœur des enjeux et du plan stratégique de l'entreprise. La finance est aujourd'hui l'épicentre de la stratégie de l'organisation. Abattre les cloisons entre opérationnels et fonctionnels, devenir leader en technologie et abandonner Excel, peuvent rapprocher les Directeurs Financiers du premier rôle de l'entreprise. Ils ont toutes les qualités pour devenir PDG, pourtant, moins de 15 % le deviennent selon Forbes !

Les propos de Indra Nooy, PDG de Pepsi et ancienne Directrice financière, illustrent bien le contexte auquel ils sont confrontés : « Lorsque nous atteignons le sommet d'une organisation, les exigences de la fonction n'augmentent pas proportionnellement, mais de manière exponentielle. ». Le coaching d'équipe et le coaching d'organisation sont un atout majeur dans ce cadre. Ils permettent de renforcer l'assertivité, le sens, la vision et l'orientation du Directeur Financier au sein de l'entreprise. Il s'agit d'un outil pour améliorer la qualité des relations entre les collaborateurs, l'apprentissage, l'orientation résultat, l'ordre et la structure. C'est aussi une façon de construire un cadre transversal qui encourage l'innovation.

Le conseil en comptabilité et actuariat

Depuis sa création en 2009, Lendys a développé une expertise en conseil auprès des Directions Financières des secteurs Bancaires & Assurantiels. Cette expertise se déploie pour près de 80 % au travers de missions réalisées chez les acteurs majeurs du secteur Assurantiel. Porté par une croissance annuelle de l'ordre de 30 %, Lendys génère 8 millions d'euros de chiffre d'affaires pour plus de 70 collaborateurs en 2018. Le point avec Axel El Hachmi, Manager ALM au sein de Lendys.

Axel El Hachmi
Manager ALM au sein de Lendys

Vous êtes spécialiste en Banque & Assurance. Dites-nous en plus.

Le secteur Banque / Assurance est en forte mutation. Les projets réglementaires, la robotisation et l'automatisation sont des enjeux majeurs auxquels nos clients sont confrontés. De la mise en œuvre de projets à la production Comptable ou Actuarielle, Lendys est devenu un acteur majeur du secteur. Par ailleurs, Lendys Academy, accompagne nos clients assureurs via des formations sur mesure. Ainsi nous formons clients et consultants sur la norme IFRS 17, notamment pour les méthodes de calcul actuariel utilisées dans les métiers de l'épargne, retraite, prévoyance et santé.

Comment accompagnez-vous concrètement vos clients ?

Notre approche, orientée client, ainsi qu'une forte réactivité, nous permet de proposer et mettre en œuvre des solutions sur mesure. Des Associés opérationnels et proches du terrain ainsi qu'une forte connaissance de l'environnement client nous permet de répondre de manière efficiente aux différentes sollicitations, voire de les anticiper.

Quel bilan dressez-vous après l'entrée en vigueur de Solvabilité II ?

Solvabilité II est maintenant entrée en vigueur. Nous avons accompagné de grands Assureurs ainsi que des acteurs plus modestes dans sa mise en œuvre, de l'interprétation de la norme à sa mise en production. Cette norme a bouleversé les organisations. Elle a permis aux structures d'Assurance de faire évoluer leurs systèmes d'information et leurs gouvernances afin de mieux quantifier les risques. Elle renforce la cohésion et la communication entre les différentes directions des sociétés d'assurance. Les assureurs sont maintenant bien rodés aux exercices calculatoires et aux reporting. De nombreux chantiers restent encore à mener tels que la réduction des délais de reporting sur 2019 et des exigences en termes de qualité des données.

Vous intervenez sur le volet de l'Asset & Liability Management. Qu'en est-il ?

L'ALM relève de la gestion de l'interaction entre l'actif et le passif. Son application prend tout son sens dans le contexte des contrats d'assurance pour lesquels il y a un lien direct avec le volet financier. Plus particulièrement, nous allons élaborer des études d'allocation stratégique d'actifs pour déterminer la meilleure combinaison de classes d'actifs. L'objectif derrière cette démarche est de les faire interagir avec le passif des compagnies d'assurance pour optimiser le couple rendement/risque. Nos opérations s'effectuent à court, moyen ou long terme en fonction de l'objectif. Nous cherchons à avoir un pilotage global de l'activité puisque l'ALM est un outil central permettant de récolter les informations issues de différentes directions. Nous avons ainsi une position pivot et bénéficions alors d'une vision globale de l'activité d'assurance. Cette démarche guide les dirigeants afin de prendre les bonnes décisions d'investissement en tenant compte de l'évolution de la structure d'assurance. Notre valeur ajoutée réside dans l'identification du "bon" risque et sa quantification pour proposer ensuite des solutions qui permettent de l'atténuer.

Vos perspectives ?

Notre stratégie s'articule autour du déploiement de l'offre Actuarielle, Actuariat Financier et Produit, ainsi qu'autour du développement du secteur Bancaire.

Et si nous pouvions analyser l'humeur des marchés financiers ?

«Notre objectif est de fournir de nouvelles informations pertinentes aux gestionnaires d'actifs, aux banques d'investissement, aux hedge funds et aux courtiers du monde entier.» Le point avec Sylvain Forté, le CEO de SESAMm.

Sylvain Forté
CEO de SESAMm

Vous êtes un expert du traitement et de l'analyse du Big Data au service des marchés financiers. Dites-nous en plus.

SESAMm est une société âgée de 4 ans et spécialisée dans l'extraction en temps réel des informations du web de plus de 250 000 sources différentes de données : news, blogs, forums, réseaux sociaux… Nous utilisons des algorithmes pour ensuite les transformer en des Analytics et des indicateurs permettant de prendre des décisions d'investissement. Afin d'assurer ce travail titanesque, nous misons sur les technologies de traitement automatique des langues et le Machine Learning. Cette mission est menée aujourd'hui par une équipe de 30 personnes basées en France, au Luxembourg et prochainement aux Etats-Unis. Ce sont principalement des experts dans ce domaine qui déploient ces solutions auprès des sociétés d'investissement internationales telles que La Française, Société Générale, Candriam, Groupama… Ou encore aux Etats-Unis, en Asie et en Afrique.

Qu'en est-il de votre démarche ?

Les algorithmes que nous développons ont principalement pour objectif d'analyser l'e-réputation des sociétés ainsi que les facteurs intangibles qui peuvent influencer sa valeur sur les marchés financiers. Notre objectif est de rendre ces facteurs potentiellement performants sur des risques tangibles pour les investisseurs à travers des algorithmes perfectionnés.

Comment est-ce que l'intelligence artificielle, le traitement des langues et l'analyse quantitative peuvent-ils transformer la gestion d'actifs ?

L'intelligence artificielle a pour objectif de reproduire des décisions humaines. Nous allons dans ce cas analyser des biais comportementaux en entraînant un algorithme à partir de textes qui ont été annotés par des êtres humains. La force de notre système est la gestion des données de masse qui seraient impossibles à lire en temps réel par des analystes, de les structurer et de les agréger de manière à ce qu'elles deviennent lisibles. Et c'est l'une des tendances de l'IA dans le monde qui permet d'exécuter des tâches inhumaines.

Quelle est la valeur ajoutée de ces outils ?

C'est une transformation très profonde qui touche beaucoup de sociétés, notamment les grandes banques et les Assets Managers. Ces technologies leur permettent d'accroître leur valeur ajoutée pour leurs investisseurs, de prendre de meilleures décisions de gestion et de limiter les risques notamment dans les phases agitées sur les marchés financiers.

Quel impact la prise en compte de la donnée alternative peut-elle avoir sur votre métier ?

La donnée alternative est aujourd'hui un grand secteur en croissance à l'intérieur du monde de la gestion d'actifs. Elle regroupe toutes les données qui, a priori, ne sont pas pleinement exploitées dans le monde de la finance, notamment les réseaux sociaux, la carte bleue, les données satellite… C'est une tendance qui a émergé aux États-Unis et qui a déjà profondément transformé les organisations, comme BlackRock ou Citadel. En ayant recours à la donnée alternative, ces structures auront besoin de déployer une nouvelle capacité orientée Data Science pour traiter ces flux qui sont très différents des flux de données traditionnels.
Il s'agit de l'une des expertises que nous proposons à nos clients pour les aider à créer des opportunités à la fois en termes de performance et de marketing à leurs bases de données clients.

L'intelligence artificielle au service de la banque et de l'assurance

Créée en 2014 par Nicolas Meric, DreamQuark, éditeur de logiciel d'Intelligence Artificielle, compte aujourd'hui entre 10 et 20 clients majeurs du domaine des banques et des assurances en France et à l'étranger. Sa promesse, faciliter l'accès aux technologies de l'intelligence artificielle à ses clients issus du secteur financier. Rencontre avec Nicolas Meric, CEO et fondateur de la start-up.

Nicolas MERIC
CEO et fondateur
de la start-up

Comment vous est venue l'idée de lancer l'entreprise DreamQuark et de vous spécialiser dans l'intelligence artificielle ?

Lors de mes recherches doctorales en physique des particules, j'ai commencé à m'intéresser au Deep Learning, une technologie émergente en matière de machine learning.

Aussi appelé en français « apprentissage profond », le Deep Learning repose sur les réseaux de neurones artificiels pour traiter l'information. Ayant beaucoup travaillé sur cette technologie à l'époque, je me suis rendu compte qu'elle pourrait révolutionner la façon dont les entreprises traitent leurs données. J'ai décidé de lancer ma start-up en 2014. Le but était de rendre ces technologies accessibles aux experts métiers qui n'ont pas eu de formation en Data Science au préalable.

Pourquoi avez-vous choisi d'adresser vos technologies aux banques et aux assurances ?

Initialement, nous opérions en tant que développeur de solutions pour le domaine médical. Nous avons eu par la suite nos clients du secteur financier qui ont manifesté un intérêt considérable pour nos solutions. Nous avons, suite à cela, fait le choix de travailler exclusivement dans les secteurs des banques, assurances et gestionnaires d'actifs.

Vous avez développé la plateforme d'intelligence artificielle Brain pour simplifier les algorithmes de Deep Learning aux experts métiers. Pouvez-vous nous en dire plus ?

Notre plateforme Brain automatise la génération de modèles prédictifs basés sur le Deep Learning. Le logiciel a été conçu pour être accessible à tous les utilisateurs métiers qui travaillent autour de différents cas d'usages notamment le risque crédit, la lutte contre le blanchiment d'argent, la fraude…

Nos clients peuvent ainsi générer de la valeur sur l'ensemble de leurs métiers en utilisant une seule et unique plateforme.

Brain traite les données internes des clients, identifie les variables non-pertinentes et génère des modèles transparents et efficaces capables de générer des prédictions fines pour prendre de meilleures décisions.

Votre ambition est de démocratiser l'intelligence artificielle dans la banque et l'assurance. Comment cela se traduit-il concrètement ?

La solution mise en place permet à tous, de manière automatisée, d'utiliser ces nouvelles technologies d'intelligence artificielle. Pour ce faire, il suffit d'importer les données utiles sur la plateforme et de définir une cible de prédiction. Nous pouvons par exemple consulter l'historique des achats d'un client, vérifier s'il a remboursé son crédit ou bien s'il a été identifié auparavant comme fraudeur.

La plateforme logicielle a le mérite d'être extrêmement simple, performante et précise. Elle permet à tout le monde dans les banques et les assurances d'entraîner des modèles prédictifs à partir des données dont ils disposent. Ils peuvent par la suite déployer ces modèles sous forme de puissantes applications métiers via une intégration aisée dans leur système informatique existant aidant ainsi les décisions sur, par

exemple, des problématiques de distribution de produits ou des problématiques de credit scoring.

Quelle est votre plus-value ?

Elle se manifeste à différents niveaux :

- En étant parvenu à automatiser toutes les étapes de Data Science au sein d'une plateforme simple et accessible à tous, les utilisateurs vont pouvoir gagner du temps en traitant les données plus rapidement et en générant des applications d'IA en quelques clics.
- Parce que nous nous appuyons sur les meilleurs algorithmes, notre plateforme permet d'obtenir rapidement d'importants retours sur investissement, de générer de nouveaux revenus ou bien de réaliser des économies sur plusieurs problématiques ;
- Grâce à une technologie brevetée, nous arrivons à expliquer et simplifier le « raisonnement » des algorithmes. Ainsi les résultats générés par notre plateforme sont parfaitement interprétables par les utilisateurs qui peuvent alors avoir confiance dans leurs décisions, évitant l'effet « boîtes noires » des systèmes d'IA classiques ;
- Nos solutions sont disponibles en version « cloud » ou « on-premise » et reposent sur un système d'API qui permet aux banques et assurances, nationales ou internationales, de déployer à grande échelle l'intelligence artificielle au travers de plusieurs cas d'usages, dans plusieurs pays ou dans plusieurs métiers.

Quels sont les enjeux auxquels vous faites face ?

Aujourd'hui, nous avons des enjeux de croissance commerciale. Nous travaillons à accroitre le nombre des clients qui adoptent nos solutions.

Notre deuxième enjeu est celui de l'internationalisation. Nous visons des marchés clés et plus particulièrement des pays tels que les Etats-Unis ou le Royaume-Uni, où les banques et assurances ont de forts besoins en matière d'IA.

Nous nous concentrons aussi sur des cas d'usages précis pour lesquels nous pouvons apporter une plus grande valeur comme la lutte contre le blanchiment d'argent et le terrorisme. Pour finir, nous devons également répondre à une forte demande sur des applications de marketing et de distribution notamment sur le marché de la banque privée ou du Wealth Management, sur lesquels nous devons accentuer nos efforts.

Qu'en est-il de l'évangélisation des banques et des assurances quant à leur digitalisation ?

Les Services Financiers ont bien compris qu'ils devaient faire appel à des entreprises innovantes comme la nôtre pour réussir leur transformation digitale. Ces technologies leur permettent d'offrir de meilleurs produits, de meilleurs services et une meilleure expérience globale à leur client. L'intelligence artificielle est un maillon central de cette digitalisation puisqu'elle va permettre la valorisation de la donnée accumulée par les banques. Nos technologies permettent ainsi d'augmenter la performance commerciale et la relation client à travers une meilleure recommandation produit ou de décupler son efficacité en termes de lutte contre le blanchiment et la fraude.

Un dernier mot à adresser aux entreprises financières qui seraient intéressées par vos solutions ?

Les entreprises financières ne se sentent pas toujours prête à déployer ces technologies qui semblent complexes et lourdes à mettre en place. Il est pourtant nécessaire de le faire le plus tôt possible pour bâtir les fondations d'un système efficace pour valoriser sa donnée et rester compétitif sur un marché en pleine transformation. DreamQuark est née avec la volonté de lever ces barrières d'adoption et d'accompagner ses clients dans la réussite de leur déploiement de solutions d'IA.

Place au financement participatif, en quelques clics

Olivier Goy
Fondateur et CEO de la plateforme de prêt October

Avec plus de 250 millions d'euros de prêts octroyés à plus de 500 PME à travers l'Europe continentale, October présente une alternative simple et rapide pour les entreprises en recherche de financement.

Le point avec Olivier Goy, fondateur et CEO de la plateforme de prêt.

Vous avez créé Lendix en 2014, devenu October en 2018. Quelle a été la genèse de la société ? Pourquoi avoir choisi de vous positionner sur le segment du financement des PME ?

October a vu le jour en octobre 2014, sous le nom de Lendix. Jusqu'à fin 2014, les banques représentaient la quasi-totalité des financements pour les TPE/PME.

Depuis octobre 2014, la loi dite « Loi Financement Participatif » a ouvert une première brèche dans ce monopole bancaire en permettant aux plateformes de prêt de mettre en relation PME emprunteuses et particuliers directement, constituant ainsi une opportunité sans précédent pour les entreprises de diversifier leurs sources de financement. Dans cette optique d'accélération de la phase d'évangélisation du métier du prêt auprès des PME, nous avons souhaité nous doter d'un nom international, facile à comprendre et surtout à mémoriser, d'où October.

Concrètement, comment fonctionne October ?

Pour bénéficier d'un prêt sur notre plateforme (october.eu), les PME commencent par tester leur éligibilité en entrant le nom de l'entreprise, tout en précisant le montant et le type du projet.

Le prêt peut varier entre 30 000 euros et 5 millions d'euros, remboursables sur une période allant de 3 mois à 7 ans. Ensuite, nous vérifions la capacité de l'entreprise à le rembourser.

Une offre ferme est donnée en 48h maximum. S'il est mis en ligne sur la plateforme, les investisseurs, particuliers et institutionnels, peuvent procéder à son financement.
Le temps de collecte s'élève à quelques heures en moyenne. La dernière étape consiste à rembourser, mensuellement, une partie du capital et des intérêts aux prêteurs.

Quels sont les principaux enjeux auxquels vous êtes confrontés ?

Notre principal enjeu est de faire connaître notre activité auprès des chefs d'entreprises. Depuis des décennies, les banques ont été le seul recours aux PME pour financer leurs projets.

Aujourd'hui, le financement participatif constitue une méthode de financement efficace, qu'il faut démocratiser. Pour cela, nous avons lancé une grande opération, 'Grandir Ensemble', où 11 grands groupes, AccorHotels, The Adecco Group, Allianz France, Arkéa, Edenred, ENGIE, Iliad (Free), JCDecaux, SUEZ, Unibail-Rodamco-Westfield et Webhelp ont emprunté sur October, dans le but d'encourager les PME à suivre ce pas.

Qu'en est-il de vos perspectives ?

Notre développement est tourné vers l'évangélisation des entreprises et des entrepreneurs au niveau paneuropéen.

Aujourd'hui, grâce à cet essor international, nous sommes capables d'accompagner le financement d'entreprises françaises, espagnoles, italiennes et néerlandaises.

Nous sommes aujourd'hui numéro un en Europe continentale et travaillons fort pour le rester, notamment en poursuivant notre ambition d'expansion géographique.

Vers une France d'investisseurs ?

Une fiscalité clarifiée pour capter des supports plus complexes et diversifiés

Jean Vincensini,
Avocat associé

Si la France favorise fiscalement l'investissement financier, la gestion d'actifs demeure handicapée par la complexité des produits et un taux de prélèvements obligatoires élevé.

Le maintien prolongé de taux d'intérêts réduits, la digitalisation des acteurs économiques historiques et la bonne fortune des licornes poussent les investisseurs à prendre plus de risques pour financer une nouvelle génération d'entrepreneurs.

Malgré les contraintes budgétaires, les pouvoir publics tentent de favoriser cet essor, espérant l'émergence d'une France de business angels finançant la reconversion progressive de « l'ancienne économie » et favorisant l'apparition de nouveaux acteurs, créateurs de richesses et susceptibles de contribuer à la restauration des finances publiques.

La lisibilité de l'imposition des investisseurs individuels a été considérablement améliorée avec la mise en place du Prélèvement Fiscal Unique (12,8 % d'impôt sur le revenu et 17,2 % de contributions sociales), désormais conforme au droit communautaire (notamment s'agissant des prélèvements sociaux).

L'exclusion des actifs non immobiliers du champ de l'impôt sur la fortune (devenu IFI) a un peu bousculé les habitudes des français. Toutefois, les évolutions réglementaires récentes permettent une meilleure lisibilité des dispositifs d'investissements financiers. De plus, cette évolution améliore considérablement l'attractivité fiscale de la France, tant pour faciliter l'arrivée sur le territoire de contribuables disposant d'un patrimoine financier important que pour y encourager le maintien d'entrepreneurs à succès, susceptibles de réinvestir en France les avoirs générés par la revente de leur entreprise.

Les transmissions d'entreprises, déjà favorisées fiscalement, sont facilitées, dans le cadre familial, grâce aux retouches récentes au Pacte Dutreil, comme entre sociétés, avec un adoucissement des règles de lutte contre la sous-capitalisation, une moindre imposition des dividendes de filiales européennes et une sécurisation du régime de groupe d'intégration fiscale, outil incontournable de l'industrie du LBO.

Les circuits d'investissement évoluent et de nouveaux supports (« tokens »), dont l'élaboration et l'émission par voie d'ICO (Initial Coin Offering) sont simplifiées et sécurisées par le recours à la Blockchain, séduisent de plus en plus d'entreprises et d'investisseurs. A cet égard, la France a officialisé son approche libérale des ICO au plan réglementaire et le régime fiscal des investissements en crypto-monnaies est désormais clarifié.

Les entreprises d'investissement restent toutefois confrontées à des difficultés. Elles résultent d'une part de la complexité du traitement fiscal applicable aux différents supports financier, et d'autre part, des nécessités déclaratives, historiques ou à venir. À cet égard, les gestionnaires d'actifs doivent communiquer à leurs clients les attestations détaillant la nature et le montant des bases taxables dans des délais compatibles avec le calendrier comptable et fiscal de ces derniers. Un bon paramétrage est essentiel pour maîtriser les risques liés à ces aspects, notamment en cas de suppression des déclarations de revenu des contribuables personnes physiques.

Cabinet d'avocats expert en fiscalité des placements et organisme de formation, JVA SELAS propose des solutions juridiques et fiscales innovantes aux acteurs du secteur de la gestion d'actifs à l'occasion de la définition de nouveaux produits, lors de la mise en place de financements et de transmissions d'entreprises ou dans le cadre de la gestion courante de leurs placements.

JVA SELAS – 51 avenue Raymond Poincaré, 75116 Paris – www.jvavocats.com
Contact jean.vincensini@jvavocats.com

Laurent Nizri,
@Lnizri
fondateur du Paris Fintech Forum, interviewé par Ali Paterson, rédacteur en chef du magazine Fintech Finance (www.fintech.finance).

Le Paris Fintech Forum s'est imposé en quelques années comme la conférence majeure du secteur en Europe. L'édition 2019 a confirmé cette réputation : tenu sur 2 jours, les 29 & 30 janvier derniers, au Palais Brongniart à Paris, le forum a réuni 2700 participants autour de 280 orateurs internationaux, tous ou presque CEOs de grands groupes bancaires et financiers, de régulateurs et bien entendu de Fintechs du monde entier. Points notables, les participants étaient majoritairement de profil international avec plus de 75 pays représentés, et l'événement était complet une semaine avant l'ouverture des portes.

Laurent Nizri, directeur associé du cabinet de conseil Altéir Consulting, président de l'association de l'économie numérique (ACSEL) et président fondateur d'Altéir Event, est le créateur du Paris Fintech Forum. Nous lui avons demandé quoi retenir de cette 4ème édition.

RETOUR SUR L'ÉDITION 2019

"LE DAVOS DE LA FINANCE DIGITALE"

Ali Paterson : Comment décririez-vous le Paris Fintech Forum à quelqu'un n'ayant jamais participé, et quels sont les principaux points qui d'après vous en font un événement unique en son genre ?

Laurent Nizri : Le Paris Fintech Forum est **l'événement de référence en Europe sur la Finance à l'heure de la Fintech et de la transformation digitale**. Aucune autre conférence de ce type ne réunit autant de dirigeants d'entreprises du secteur au niveau international, tant sur scène que dans les salles. Nous sommes en quelque sorte le Davos de la finance digitale.

Nous n'avons aucune keynote, tous ces orateurs se retrouvent au sein de panels à haute valeur ajoutée pour débattre et échanger sur l'avenir de cette industrie. Nous recevons de nombreux ministres, gouverneurs de banques centrales ou autres régulateurs qui eux aussi se plient avec plaisir à cet exercice. A titre d'exemple, parmi nos 280 orateurs nous avions cette année **Christine Lagarde**, directrice générale du Fonds Monétaire International, **Bruno Le Maire**, ministre de l'économie et des finances ainsi que ses homologues belge, lituanien et luxembourgeois, **Carlos Torres Vila**, président du groupe bancaire BBVA, **François Villeroy de Galhau**, gouverneur de la Banque de France, **Ann Cairns**, vice-présidente exécutive du groupe Mastercard, **Laurent Mignon**, président du directoire du groupe BPCE, **Frédéric Oudéa**, directeur général de la Société Générale, **Thomas Buberl**, directeur général du groupe Axa, **Gottfried Leibbrandt**, directeur général de SWIFT, et bien sûr les CEOs & fondateurs des principales Fintechs mondiales telles que N26, Nubank, Atom Bank, Transferwise, Kabbage, Starling bank, Zopa, Payu, Trov, Ripple, R3, Airwallex, Younited Credit, Ledger, eToro, et tant d'autres.

Un autre point clé de l'événement est d'être multi sectoriel : nous abordons autant dans nos conférences le crédit, le paiement ou les « néo banques » que l'insurtech, la regtech, la blockchain et les crypto monnaies ou encore l'épargne et les outils de PFM.

Enfin la dernière facette clé du forum est de tout faire pour favoriser et provoquer les **rencontres d'affaires** entre les différents acteurs. Cette année avec près de 150 exposants, 8 lounges thématiques dédiés aux échanges business et aux RVs 1to1, et de nombreux événements connexes de networking (déjeuners VIP, soirées...) nos participants ont tous eu maintes occasions de nouer des partenariats ou d'imaginer des futurs en commun.

A.P. : Avec plus de 180 CEOs de Fintechs sur scène, dont près de 80% différents de l'année précédente, quels sont vos critères de sélection ?

L.N. : A l'origine notre équipe ne vient pas de l'événementiel mais du conseil en stratégie dans ce secteur. Cela fait près de 20 ans qu'avec Altéir Consulting nous accompagnons grands groupes et nouveaux entrants dans leurs stratégies d'innovation et de déploiement de nouvelles offres tirant parti des fantastiques possibilités offertes par le digital. C'est donc une réelle « **sélection d'experts** » que nous opérons chaque année pour proposer à nos participants un état de l'art à date tant dans les différentes géographies qu'au sein de toutes les verticales métiers.

Loin de nous l'idée de dire que nous sélectionnons les meilleurs, mais nous mettons en avant ceux qui, au moment du forum, sont les acteurs représentatifs de leurs domaines d'activité, apportent une réelle innovation et/ou font l'objet d'une forte traction commerciale. Nous prenons très peu de sociétés « Early stage », c'est-à-dire dans leurs premières phases de développement, car l'objet premier du forum est de favoriser les partenariats entre les acteurs installés et les nouveaux entrants. Ceux-ci ne peuvent y prétendre que s'ils ont déjà passé les premières étapes de leur vie d'entreprise, afin de faire face dans les meilleures conditions aux inévitables aléas et délais des collaborations grands groupes/startups. Notre sélection est donc un mélange de "licornes" internationales que nous cherchons à convaincre de nous rejoindre sur cette scène parisienne 2 jours durant, et d'une multitude de startups de toutes tailles, parfois moins connues du grand public, qui candidatent chaque année pour être sur scène en passant par notre plateforme internet. Cette année **nous avons reçu plus de 900 candidatures de plus de 50 pays** et en avons retenu, toutes Fintechs confondues, 180 pour être sur scène. Vous pouvez retrouver le détail de cette sélection et toutes les informations sur 150 de ces sociétés dans l'édition 2019 du livre dédié que nous éditons chaque année (commandes possibles sur notre site internet *parisfintechforum.com*)

2 jours d'échanges concrets entre les principaux acteurs internationaux de l'industrie financière et de la Fintech.

280 orateurs

Principalement CEOs et directeurs généraux de banques, assurances, régulateurs, et de **150+ Fintechs internationales** à différentes étapes de développement.

6 scènes d'exception

Pour plus de **150** keynotes, panels, interviews, pitchs et workshops partenaires.

3 halls d'exposition

- **50+** stands partenaires
- **120+** stands Fintech

8 Lounges Networking & innovation

Organisés avec nos partenaires afin de **découvrir**, d'**échanger** et de **saisir de nouvelles opportunités**.

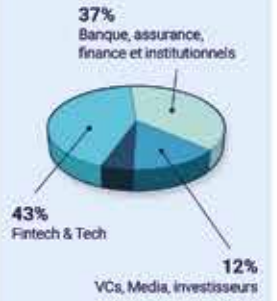
3 soirées

- Dîner "Speakers"
- Dîner de gala
- Paris Fintech Night

2700 participants

Déjà complets en 2018, nous avons à nouveau reçu près de 2700 participants pour cette 4e edition.

52%	75	1340
international	pays	entreprises



82% C-level & top management

- 29% CEOs & fondateurs
- 35% C-level & directeurs
- 18% Management

A.P. : Vous parlez de la nécessaire coopération entre les acteurs installés et les nouveaux entrants. Les avis sont partagés sur les succès de ces coopérations, souvent perçues comme des opérations de communication plus que comme de réelles relations d'affaires sur le long terme. Cette coopération est-elle une réalité du secteur en 2019 en Europe et plus particulièrement en France ?

L.N. : Tout d'abord un fait : 95% des Fintechs ont comme cible commerciale les acteurs de l'industrie financière. Certes on parle plus souvent dans les media des « pourfendeurs » des banques de détails, car le sujet est simple à banaliser, mais la réalité est que **le digital a surtout disrupté les fournisseurs de solutions technologiques** (core banking, regtech, robo advisors, plateformes de crédit, fournisseurs d'APIs, solutions blockchain…) plus que les banques ou compagnies d'assurances elles-mêmes.

Pour revenir à votre question, oui il est difficile pour une startup de travailler avec

ÉVÉNEMENT
Paris Fintech Forum

Édition 2019 : 280 dirigeants étaient sur scène...

Christine Lagarde
Directrice Générale
Fonds Monétaire International (US)

Bruno Le Maire
Ministre de l'Économie & des Finances (France)

Alexander de Croo
Ministre des Finances (Belgique)

Pierre Gramegna
Ministre des Finances (Luxembourg)

Vilius Šapoka
Ministre des Finances (Lituanie)

F. Villeroy de Galhau
Gouverneur
Banque de France (FR)

Stefan Ingves
Gouverneur
Sveriges Riksbank (SE)

Robert Ophèle
Président
Autorité des Marchés Financiers (FR)

Eva Kaili
Députée
Parlement Européen (BE)

Carlos Torres Vila
Président
Groupe BBVA (ES)

Laurent Mignon
CEO
BPCE (FR)

Frédéric Oudéa
CEO
Société Générale (FR)

Wim Mijs
CEO
Fédération Bancaire Européenne (BE)

Ann Cairns
Vice Présidente
Mastercard (US)

Thomas Buberl
CEO
Axa (FR)

Nicolas Dufourcq
CEO
Bpifrance (FR)

G. Leibbrandt
CEO
SWIFT (BE)

Charlotte Hogg
CEO Europe
Visa (US)

Jonathan Larsen
Président
Ping An Global Voyager Fund (HK)

Frédéric Janbon
CEO
BNP Paribas A.M. (FR)

Gilles Gade
CEO
Cross River (US)

Paul de Leusse
CEO
Orange Bank (FR)

Susanne Steidl
CPO
Wirecard (DE)

Stéphane Boujnah
CEO
Euronext (NL)

David E. Rutter
CEO
R3 (US)

Carolin Gabor
CEO
Finleap (DE)

Jay Reinemann
Associé
Propel Venture (US)

Tomasz Czechowicz
Directeur Associé
MCI Capital (PL)

Stefan Klestil
Associé
Speedinvest (AU)

Harry Nelis
Associé
Accel (UK)

Nick Cowan
CEO
Gibraltar Stock Exchange Group (GI)

Simon Paris
CEO
Finastra (UK)

Flavia Alzetta
CEO
Contis (UK)

Oskar Miel
Directeur Associé
Rakuten Capital (JP)

John Doran
General Partner
TCV (UK)

Ruth Foxe Blader
Directrice Générale
Anthemis (UK)

...pour 80+ interviews et panels ainsi que 60+ pitchs

Kristo Käärmann
CEO
TransferWise (UK)

Kathryn Petralia
Présidente
Kabbage (US)

David Vélez
CEO
Nubank (BR)

Mark Mullen
CEO
Atom Bank (UK)

Brad Garlinghouse
CEO
Ripple (US)

Oliver Hughes
CEO
Tinkoff (RU)

Maximilian Tayenthal
Co-Fondateur
N26 (DE)

Anne Boden
CEO
Starling Bank (UK)

Charles Egly
CEO
Younited Credit (FR)

Laurent Le Moal
CEO
PayU (NL)

Scott Walchek
CEO
Trov (US)

Rishi Khosla
CEO
OakNorth (UK)

Jason Gardner
CEO
Marqeta (US)

Zach Perret
CEO
Plaid (US)

Viola Llewellyn
Présidente
Ovamba (CM)

Nuno Sebastiao
CEO
Feedzai (PT)

Diana Paredes
CEO
Suade (UK)

Jack Zhang
CEO
Airwallex (HK)

Eric Larcheveque
CEO
Ledger (FR)

Christian Faes
CEO
LendInvest (UK)

Jaidev Janardana
CEO
Zopa (UK)

Paolo Galvani
Président
Moneyfarm (UK)

Yoni Assia
CEO
eToro (IL)

Leanne Kemp
CEO
Everledger (UK)

Erik Voorhees
CEO
ShapeShift (CH)

Daria Rippingale
CEO
Bankingblocks (NL)

Michael Reitblat
CEO
Forter (US)

Eugene Danilkis
CEO
Mambu (DE)

Jeff Lynn
Executive Chairman
Seedrs (UK)

Ali Niknam
CEO
Bunq (NL)

Ismail Ahmed
Executive Chairman
WorldRemit (UK)

Chris Lynch
Président
DataRobot (US)

Chao Zhu
CEO
Asset Pro Technology (HK)

Arik Shtilman
CEO
Rapyd (IL)

Nick Bortot
CEO
BUX (NL)

J. Kaenprakhamroy
CEO
Tapoly (UK)

un grand groupe, et ce tous secteurs confondus. Néanmoins depuis notre première édition en 2016 nous avons vu d'énormes changements dans le monde de la finance, et en particulier en France plutôt en avance au niveau européen sur ce sujet. **Toutes les banques sans exception ont des plans de transformation digitale en cours** avec des équipes volontaires et organisées pour échanger et travailler avec des Fintechs. De leurs cotés les nouveaux entrants, pour ceux qui ont survécu - car comme partout il y a des succès et des échecs - ont appris à travailler avec ces acteurs installés, à échanger sur la durée avec les régulateurs et à prendre en compte la valeur temps toujours très présente dans cette industrie même à l'heure du « tout tout de suite et maintenant » promu par les acteurs du digital.

Donc à mon sens, même si la route est encore longue et les échecs à venir certains, **la coopération entre les grands groupes et les Fintechs est désormais sur la bonne voie**, ce qui est une bonne nouvelle pour l'industrie de la finance en général qui a besoin de ces innovations pour se transformer, pour l'avenir des Fintechs, et surtout pour les clients finaux, premiers bénéficiaires du déploiement à grande échelle des innovations en question.

A.P. : Quels sont vos principaux partenaires pour organiser un tel événement international ?

L.N. : Nous réunissons chaque année plus de 100 partenaires financiers, allant de sponsors majeurs comme cette année l'ont été BNP Paribas, BPCE, Arkéa, Mastercard, Google Cloud ou Wirecard à de nombreuses startups qui choisissent d'exposer au sein du forum en passant par de nombreux types de partenariats d'image et de présence physique au sein du forum. Nous sommes heureux de constater que nombre de nos partenaires sont fidèles à l'événement et renouvellent chaque année leur participation, d'ailleurs à ce jour plus de 70% de nos différentes offres de partenariat pour l'édition 2020 ont déjà été souscrites.

A.P. : La diversité homme/femme est un sujet majeur dans les entreprises en général, mais plus encore dans la finance et la Fintech. Comment adressez-vous ce sujet concrètement ?

L.N. : C'est bien plus qu'un sujet majeur, c'est un sujet grave. Dédiant notre scène aux présidents/directeurs généraux/ fondateurs d'entreprises du secteur de la finance en général, et de la Fintech en particulier nous sommes arrivés au résultat (très) critiquable mais (très) représentatif de la réalité de moins de 10% de femmes sur scène en janvier 2018. Face à cet électrochoc nous avons passé une grande partie de la préparation de l'édition 2019, avec l'aide d'associations et de personnalités impliquées dans ce combat, à chercher de par le monde des femmes dirigeantes du secteur qui souhaiteraient participer à l'événement. Car non seulement elles sont drastiquement moins nombreuses que les hommes à des postes à responsabilité, mais en proportion refusent aussi bien plus souvent de prendre la parole dans de tels événements. Quelles qu'en soient les raisons, c'est un fait.

Non sans mal nous avons donc réussi cette année à avoir près de 23% de femmes au programme, mais aussi et surtout, sur les conseils des associations avec lesquelles nous avons travaillé pour atteindre ce résultat, nous avons fortement promu leurs présences et fait en sorte que les panels clés de la scène principale mettent en avant des femmes de pouvoir et à forte représentativité. En effet la société a besoin de rôles modèles, nos enfants doivent voir et comprendre qu'être un dirigeant dans la finance et la technologie n'est pas synonyme d'être un « mâle blanc de plus de 50 ans ».

Cette révolution ne se fera pas en un jour, je ne crois pas aux quotas ni aux actions agressives (boycotts, agressions sur les réseaux sociaux, ...) je suis beaucoup plus convaincu par le bon sens de la génération qui prend actuellement le pouvoir en entreprise et qui ne veut plus que la moitié de la population mondiale soit absente des instances décisionnelles tant dans le monde politique qu'économique.

Nous avons d'ailleurs aussi organisé un déjeuner « **Women in Finance Lunch** » où nous avons réuni 120 personnalités dont, par exemple, le vice premier ministre belge **Alexander de Croo**, la présidente Europe de Visa **Charlotte Hogg**, la directrice de la banque de détail en France chez BNP Paribas **Margueritte Bérard- Andrieu**, ou encore la directrice de la FBF **Marie-Anne Barbat-Layani**, pour débattre et échanger sur les causes de cette situation et les actions que chacun pourrait prendre pour y remédier. Nous réitérerons cette initiative en 2020.

A.P. : Cette année vous avez aussi initié une nouveauté, la Paris Finance Week, pourriez vous nous en dire plus ?

L.N. : Près de 3000 personnes, dont 50% en provenance de pays étrangers, se retrouvent au Paris Fintech Forum chaque année. Avec cette nouvelle initiative nous avons souhaité favoriser l'émergence d'événements multiples tout au long de

la dernière semaine de janvier pour offrir à ces visiteurs d'autres occasions de **découvrir la richesse de l'écosystème financier et technologique offert par la France en générale et la région Ile-de-France en particulier**, premier soutien avec Paris Europlace, le Pôle Finance Innovation et l'Acsel de cette Paris Finance Week. Cette première édition fut modeste avec un peu moins d'une vingtaine de rendez-vous, mais nous permettra de voir encore plus grand en janvier 2020 forts de cette première expérience. Si vous avez des projets, n'hésitez pas à nous contacter !

A.P. : Pour finir, quelques informations sur la prochaine édition ?

L.N. : Nous allons faire exactement comme cette année, mais en mieux. Pour le découvrir par vous-même rendez vous les 28 & 29 janvier prochains au Palais Brongniart à Paris pour notre 5ème édition. Et en attendant ne manquez pas de suivre nos actualités sur *www.parisfintechforum.com* et sur twitter sur @ParisFinForum.

LES RESTAURANTS DU COEUR
LES RELAIS DU COEUR

MERCI

DE NOUS AIDER À FAIRE VIVRE L'IDÉE DE COLUCHE

POUR FAIRE VOTRE DON

EN LIGNE

sur **www.restosducoeur.org**
& sur la page Facebook
des Restos du Coeur

PAR CHÈQUE

à l'ordre des Restaurants du Coeur,

adressé sous enveloppe non-affranchie à l'adresse :
Les Restaurants du Coeur/Libre Réponse 53061
91 129 PALAISEAU Cedex

Création : Nous Voulons !

VOS DONS PERMETTENT DE SOUTENIR L'ENSEMBLE DE NOS ACTIONS

- **Aide alimentaire**
- Les Restos Bébés du Coeur
- Soutien à la recherche d'emploi
- L'insertion par l'emploi
- Logement et hébergement d'urgence
- Aide aux gens de la rue
- Atelier de français et accompagnement scolaire
- Accès à Internet accompagné
- Culture, loisirs, sports et départs en vacances
- Accompagnement au budget et microcrédit
- Accès aux droits et à la justice
- Vestiaire et coiffure
- Ateliers de cuisine

© Gaston BERGERET

on compte sur vous
Coluche

LOI COLUCHE

Les dons des particuliers aux Restos du Coeur bénéficient d'une réduction d'impôt de 75% jusqu'à 531 €.

Suivez-nous sur

PARIS | LONDRES | BENELUX | GENÈVE | ZÜRICH

Notre expertise, la force de votre réussite.

Ce qui est essentiel réside souvent dans le détail. C'est en rassemblant notre expertise autour de cette exigence que nous avons fait de NG Finance le cabinet incontournable dans le domaine de l'expertise indépendante et du conseil financier pour toute société cotée ou non cotée en France, au Benelux, au Royaume-Uni ainsi qu'en Suisse et en Allemagne.

NG Finance
EXPERTS & CONSEILS

www.ngfinance.eu

Leader dans le Monde et en France

- Conseil et courtage d'assurance pour les entreprises et les particuliers
- Conseil et courtage de réassurance
- Conseil en ressources humaines et protection sociale

AON

Empower Results®

www.aon.com/france