

Institutionnels 47

Octobre 2017

LA LETTRE D'INFORMATION TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE
DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS



SOMMAIRE

- | | |
|-------|--|
| 1 | Éditorial |
| 2-3 | La nouvelle réglementation européenne des fonds monétaires |
| 4-5 | Le marché secondaire du capital-investissement |
| 6 | Profils institutionnels |
| 7-8 | Éthique et déontologie de l'acheteur public |
| 9 | IFRS 9 : du nouveau et des bonnes nouvelles |
| 10 | La dette subordonnée bancaire |
| 11-12 | Marché primaire obligataire |
| 13-14 | Une place financière pour l'Europe |
| 15 | Les brèves |
| 16 | "C'est dit, c'est écrit" |
| 17-18 | Bonnes feuilles |
| 19 | Vie de l'association |
| 20 | Nos adhérents |



JEAN-FRANCOIS BOULIER, PRÉSIDENT DE L'AF2I

La rentrée a ses rites et celui de du retour à l'école n'est pas le moindre. Les besoins de formation de tous niveaux sont à l'ordre du jour, tant mieux ! La pédagogie sera également nécessaire dans un monde en constante transformation. N'est-ce pas un bon moment pour évoquer les sujets de formation et de recherche en matière d'investissement ? La campagne électorale et le nouveau gouvernement ont à juste titre remis la formation professionnelle dans les priorités nationales, notamment pour stimuler et fluidifier le marché du travail. Si le chômage ne menace pas aujourd'hui les professions de l'investissement, l'efficacité et la compétitivité rendent nécessaire la mise à jour des compétences de chacun d'entre nous. La recherche de l'excellence dans les pratiques d'investissements doit guider nos efforts pour concevoir et mettre en place des formations à la hauteur de cet enjeu. Les connaissances théoriques et pratiques ne cessent de se développer et les résultats des recherches récentes ainsi que les nombreuses innovations méritent notre attention. Saluons à cet égard les travaux de la 4^e Université d'Eté de l'Asset Management (UEAM) organisée le 31 août dernier par Convictions AM à l'Université de Paris Dauphine avec le soutien de l'Af2i, dont la qualité est de bon augure pour notre marché. La formation des tiers proches de nos métiers, n'est pas moins importante. La bonne compréhension des sujets, des enjeux et de l'actualité de l'investissement par tous ceux qui aident, contrôlent et parfois prennent part à la décision d'investir nécessite notre mobilisation.

Le récent décret portant sur le cadre de gestion des caisses de retraites des professions libérales, très discutable sur de nombreux aspects, requiert judicieusement une formation adaptée de qualité pour les administrateurs de ces instances. D'ailleurs, l'ERAFP a lancé cet été un appel d'offres pour ce même objet. Comment mieux appréhender la complexité croissante du cadre et des sujets d'investissement sans partager un langage commun avec ceux qui nous côtoient ? Sujet, là encore d'efficacité, mais aussi de plus grande confiance.

Mais les besoins de pédagogie ne s'arrêtent pas là. La pédagogie financière en direction du public, des épargnants, des futurs retraités et de toute la jeunesse est une véritable cause nationale. Les enquêtes ne montrent-elles pas le retard relatif de notre pays en la matière ? Le récent rapport de l'AMF, « Comment stimuler l'investissement en actions ? », souligne à juste titre le besoin de mieux former les réseaux de distribution et de renforcer les connaissances financières de base des épargnants. Comment ne pas contribuer, en tant qu'experts de ces sujets, avec toutes les bonnes volontés, à cette tâche majeure mais capitale pour le bien-être économique de nos concitoyens et de leur pays ? Ces efforts de pédagogie, même modestes, peuvent se diriger dans de multiples directions. Ainsi la Lettre inaugure-t-elle une nouvelle rubrique « Profils institutionnels » avec une présentation grand public de la Caisse des Dépôts et de ses investissements. Nos métiers financiers qui ont été portés par une vague sans précédent de croissance et d'innovation ont parfois trop mis l'accent sur les besoins en capitaux. Il n'est que temps de redonner la place qu'elles méritent aux dimensions personnelle et citoyenne, en s'attachant davantage au capital humain.



L'Af2i, le référent institutionnel indépendant

Association française des investisseurs institutionnels
36, rue de l'Arcade – 75008 PARIS
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

CONTACTS :

Jean-François Boulier, Président
Jean Eyraud, Président d'honneur
Patrice Billaut, Délégué général
Philippe Haudeville, Secrétaire général

af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0)1 42 96 25 36
Fax +33 (0)1 73 76 63 95

La nouvelle réglementation européenne des fonds monétaires



PAR JEAN EYRAUD, PRÉSIDENT D'HONNEUR & CONSEILLER DU PRÉSIDENT DE L'AF2I

Sept ans après la publication des Recommandations du Committee of European Securities Regulators (CESR), n°10-49 du 10 mai 2010 - organisme remplacé depuis par l'Autorité européenne des marchés financiers (ESMA) – qui visaient à encadrer les OPCVM monétaires et l'information délivrée aux investisseurs, l'Europe s'est dotée d'une nouvelle réglementation, encore plus stricte, par le biais d'un règlement européen, dont le texte a été adopté par un accord entre les différentes autorités européennes en novembre 2016, puis publié au JO de l'Union européenne le 30 juin 2017.

En préambule, rappelons qu'un règlement européen est obligatoire dans toutes ses dispositions et que les États membres sont tenus de les appliquer telles quelles. Le règlement n'a donc pas besoin d'être transposé en droit local, contrairement à une directive européenne.

Ce nouveau texte, issu de très longues et difficiles négociations, devrait être très structurant pour l'ensemble de la gestion monétaire en Europe. Nous allons essayer de décrire de manière synthétique – le texte compte 132 pages au JOUE –, ce que ce règlement va modifier à la fois tant pour les fonds concernés que pour les investisseurs. Fin 2016, les MMF européens représentaient un encours global de 1 267 Md€, dont 1179 Md€ d'encours sous format UCITS portés par 701 fonds ou SICAV.

Depuis 2011, date d'application des recommandations du CESR, il existait deux catégories d'OPC monétaires ; les « monétaires » et les « monétaires court terme », constitués sous format OPCVM ou FIA. La particularité du marché français est que tous les fonds monétaires gérés sont à valeur liquidative variable (VNAV), tandis que les investisseurs anglo-saxons utilisent le plus souvent les fonds dits à valeur liquida-

tive constante (CNAV), le porteur étant alors rémunéré sous forme d'intérêts crédités périodiquement le plus souvent sur un pas mensuel.

Le nouveau règlement européen est aussi issu de nombreuses discussions et négociations au plan international au sein du G20, du Conseil de stabilité financière (FSB), du Comité européen du risque systémique (ESRB) et de l'Organisation internationale des commissions de valeurs (IOSCO), qui ont voulu tout à la fois éviter les risques des fonds CNAV lorsqu'un de leurs actifs vient à être en défaut et que le fonds est contraint de baisser à due concurrence sa VL en dessous de sa valeur nominale, « *breaking the buck* », selon l'expression consacrée, réglementer le « *shadow banking* », dont ces fonds feraient partie, enfin réduire le risque systémique supposé des fonds monétaires. Certaines autorités de régulation, outre-Atlantique et en Europe, se sont lancées dans une véritable croisade contre les fonds CNAV, au grand dam des investisseurs professionnels anglo-saxons ou non ainsi que des associations d'asset managers spécialisées dans ce type de fonds, comme l'IMMFA.

In fine, la croisade n'aura pas été totalement fatale aux fonds CNAV. Ils verront toutefois leur spectre d'investissements réduit aux papiers d'État ou garantis par les États. En contrepartie, une nouvelle catégorie de fonds en Europe naît : le fonds LVNAV, une sorte de fonds hybride CNAV à volatilité très réduite. Ils fonctionneront comme les CNAV, sauf en cas de perturbation de marché qui les conduira à voir leur VL ajustée. Les fonds à VL variable (VNAV) voient leur régime de fonctionnement particulièrement durci, ce qui ne manquera pas de peser sur leur performance à venir.

Contentons-nous de regarder ce qui va changer pour les OPC monétaires français, qui se répartiront désormais entre deux catégories : les « fonds monétaires court terme » et les « fonds monétaires standard ».

LES INSTRUMENTS FINANCIERS ÉLIGIBLES

Les « Monétaires court terme » ne pourront investir que dans des papiers à maturité inférieure à 397 jours mais les portefeuilles auront, comme aujourd'hui, une maturité moyenne pondérée (en anglais WAM) maximale de 60 jours et une durée de vie moyenne pondérée (WAL) maximale de 120 jours.

Les seconds, les fonds dits « Monétaires standard », auront un peu plus de liberté d'investissement, pouvant investir dans des titres de maturité maximale de 2 ans ainsi que dans des papiers à taux fixe à 2 ans swappés contre taux variable. Très important, les fonds devront constituer en permanence des poches de liquidité immédiate avec des titres dont la maturité ne dépasse pas un jour (pour 7,5 % de leur actif net) et une semaine (15 %). Les discussions ont été difficiles et les exigences initiales ont pu être réduites. Les gérants ont ainsi obtenu de pouvoir inclure, outre du cash, des prises en pension, des titres à maturité inférieure à 7 jours ainsi que des fonds monétaires.

Autre disposition très importante, les fonds VNAV ne pourront plus comme aujourd'hui valoriser de manière linéaire leurs papiers à moins de 90 jours, mais au prix du marché. Cela devrait accroître la volatilité de la performance. Les sociétés de gestion seront tenus d'effectuer une analyse crédit interne, distincte de la gestion ; pour déterminer la « haute qualité de crédit » que les papiers susceptibles d'être acquis devront continuer d'avoir. Les gérants devront enfin disposer d'une meilleure connaissance du passif de leurs OPC, ce qui, *a priori*, n'est pas simple à mettre en œuvre.

Le règlement interdit désormais les fonds de fonds monétaires ainsi que les fonds maîtres et nourriciers, sauf dans le cadre spécifique de l'épargne salariale.

La nouvelle réglementation européenne des fonds monétaires

DES TEXTES DE NIVEAU 2 ENCORE À VENIR

Au moment de la rédaction de cet article, on attend la publication de normes techniques d'exécution (ITS), textes dits de niveau 2, élaborés par l'ESMA, dont celui qui couvrira la méthodologie d'analyse du risque de crédit par la société de gestion, ainsi que les critères qualitatifs et quantitatifs de la qualité de crédit. Un autre traitera les exigences quantitatives et qualitatives des actifs exigibles au collatéral des transactions de prise en pension. Un troisième définira les modalités standardisées de reporting des sociétés de gestion au superviseur. Enfin, le dernier traitera des paramètres et scénarios de stress tests.

Côté français, on n'attend rien, puisqu'aucune procédure de transposition en droit français n'est nécessaire pour l'application du règlement européen. En revanche, dès l'origine du projet de texte, nous nous sommes préoccupés de l'impact potentiel du règlement européen sur l'offre de gestion de trésorerie. Depuis les années 80, au cours desquelles les fonds de trésorerie ont été créés, les sociétés de gestion, qui se sont spécialisées sur ce créneau, ont rivalisé d'imagination et de savoir-faire pour proposer des véhicules d'investissement à court et très court termes, au sein de gammes étagées en termes d'objectifs de performance et de risques.

C'est ainsi, qu'en mars 2006, l'AFTE et l'AFG se sont mis d'accord pour proposer une définition d'OPC pouvant être considérés comme des « équivalents de trésorerie », en anglais « *cash equivalent* » au sens de la norme comptable IAS7 et l'ont proposé à l'AMF. En 2011, l'AFG, l'AFTE associées cette fois-ci à l'Af2i, ont mis à jour cette proposition d'analyse, qui est alors devenue une position de l'AMF, la position n°2011-13 du 23 septembre 2011, reconnue comme telle par l'Autorité des normes comptables. Il est ainsi distingué d'une part les OPC « monétaires » et « monétaires court terme » qui sont présumés respecter les quatre critères de la norme IAS7.

- Critère 1 : le placement doit être à court terme ;
- Critère 2 : le placement doit être très liquide ;
- Critère 3 : le placement doit être facilement convertible en un montant connu de trésorerie ;

- Critère 4 : le placement doit être soumis à un risque négligeable de changement de valeur.

Et d'autre part, les OPC de trésorerie non monétaires qui peuvent bénéficier de ces mêmes dispositions mais sous réserve d'une analyse fondée sur le contenu de leurs DICI et de la qualité des performances qu'ils délivrent. Pour plus de détail, on se reportera à la position n°2011-13 évoquée ci-dessus. Relevons qu'aujourd'hui, l'indicateur SRRI de ces fonds est toujours 1.

Les trois associations ont déposé auprès de l'AMF une proposition de mise à jour de cette démarche d'analyse de 2011, pour tenir compte des modifications apportées par le règlement, la disparition des dispositions de l'instruction n°2005-02 du 25 janvier 2005 plusieurs fois modifiée sur la classification des OPC et l'introduction de l'indicateur SRRI.

Le développement constant, ces dernières années, de ces fonds dits de trésorerie longue, destinés à des placements d'entreprise et institutionnels de liquidités au-delà de 3 mois montre tout l'intérêt crucial de ne pas restreindre la gestion monétaire au seul très court terme, comme le législateur européen voulait le faire originellement.

Certes, ces fonds de trésorerie non monétaires ont une volatilité supérieure à celles des fonds monétaires, mais elle reste modérée et largement inférieure à la volatilité maximale de 0,50% (base 52 semaines) mentionnée dans la position de 2011 mais ont montré sur les dernières années une capacité certaine à surperformer l'Eonia capitalisé OIS et les fonds monétaires « classiques », dont les performances sont, depuis de nombreux mois déjà, négatives.

CONCLUSIONS

Il est certain que la nouvelle réglementation des fonds monétaires aura un impact et pourrait conduire assez rapidement à une concentration supplémentaire de l'industrie de la gestion collective monétaire, du fait du renforcement des coûts de gestion et corrélativement de la baisse des marges déjà très réduites, observée en raison des taux monétaires négatifs et l'absence de perspective d'une remontée rapide des taux monétaires en zone euro. On peut s'attendre également, du fait de l'obligation

des poches de liquidité à 1 et 7 jours à une moindre capacité de performances.

Pour mémoire, le texte du règlement européen prévoit pour les fonds monétaires actuels une clause de transition de 18 mois après son entrée en vigueur, la date d'application pour les nouveaux fonds étant pour sa part en juillet 2018, soit 12 mois après sa publication.

Une des questions encore pendantes est de savoir si l'industrie française se décidera à créer pour le marché français, voire international, des fonds LVNAV.

L'expérience montrera si l'inflation réglementaire européenne, qui a sévi dans ce domaine particulier de la gestion collective, était réellement justifiée et si, du fait de la politique monétaire des banques centrales, le texte n'était pas déjà dépassé avant même d'avoir été promulgué.

Jean EYRAUD ●

Le marché secondaire du capital-investissement. Objet et consistance



PAR PHILIPPE HAUDEVILLE, SECRÉTAIRE GÉNÉRAL DE L'AF2I

Les chiffres et les tableaux mentionnés ci-après sont issus de documents de l'AFIC et de Prequin.

Les fonds de capital-investissement sont des OPC non cotés qui appartiennent à la famille des véhicules fermés. La caractéristique de ces véhicules est qu'ils regroupent des actifs constitués très majoritairement d'actions de sociétés non cotées également, soit des actifs non fongibles, et pour des durées limitées à 10 ou 15 années.

En outre, ces véhicules présentent la particularité d'être dotés de profils de cash-flows, selon une courbe dite « en J », assez négatifs dans un premier temps et positifs ensuite. La date d'engagement n'est donc pas indifférente à la nature de risque souscrit par l'investisseur en termes de cash-flows futurs et de maturité.

En termes de gestion de risque, et par analogie avec un investissement forestier, aucun investisseur raisonnable ne s'engagera sur une forêt avec un seul arbre, il s'assurera de posséder un certain nombre de sujets d'essences et d'âge variés. Ce même investisseur s'assurera de la même manière de détenir un portefeuille de capital-risque diversifié en activités, géographie, maturités, ...

Les études de l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (AFIC) ont montré historiquement qu'en matière de *private equity*, le risque de valorisation est très réduit à partir de 30 lignes différentes d'actifs ou de fond. Pour un investisseur faisant ses premières armes dans cette classe d'actifs, cela signifie d'avoir recours, au moins dans un premier temps, à des fonds de fonds primaires et secondaires.

Par conséquent, la nature du marché secondaire des parts de fonds est composite :

- Une première partie vient abonder les fonds de fonds dont les fonds secondaires qui ont pour vocation explicite de n'acheter que des parts non captées par des investisseurs directement.
- Une seconde partie est échangée entre investisseurs avertis de gré à gré.
- Les montants des transactions peuvent inclure (ou pas) le montant des engagements non encore décaissés.
- Enfin, à la liquidation du fonds, les actifs sont cédés à l'unité ou en bloc à des investisseurs ou à d'autres fonds.

C'est cette diversité qui explique en partie la rareté des informations de marché du capital-risque, tant en volume qu'en flux.

Ces différents types de transaction connaissent cependant un essor très significatif et participent ainsi au développement durable de cette classe d'actifs au-delà du développement très dynamique du marché primaire.

L'AFIC, avec le soutien de Prequin, est parvenue à rassembler quelques données :

► Dans le monde (voir graphiques)

Encours à fin 2016 :

- 2 500 Md\$ en croissance d'environ 10% par an ;
- 608 Md\$ de levées sur le marché primaire, soit +10% par an.

Marché secondaire :

- 37 Md\$ après 20% de croissance annualisée sur 10 ans, dont 23 Md\$ en levées de fonds secondaires par 19 véhicules ; ce sont donc des fonds de grande dimension.

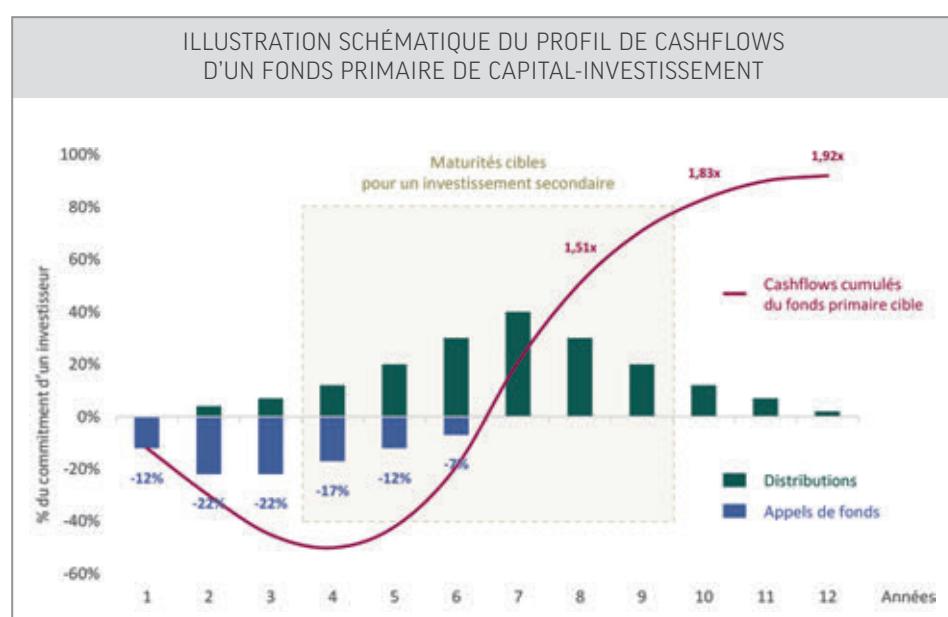
Enfin les investisseurs présents sur le marché secondaire sont extrêmement diversifiés.

► En France

Deuxième rang mondial par les encours des fonds secondaires avec 37,7 Md\$, dont 19,9 Md\$ reconnus dans l'enquête annuelle Af2i, devant le UK 34 Md€ et la Suisse.

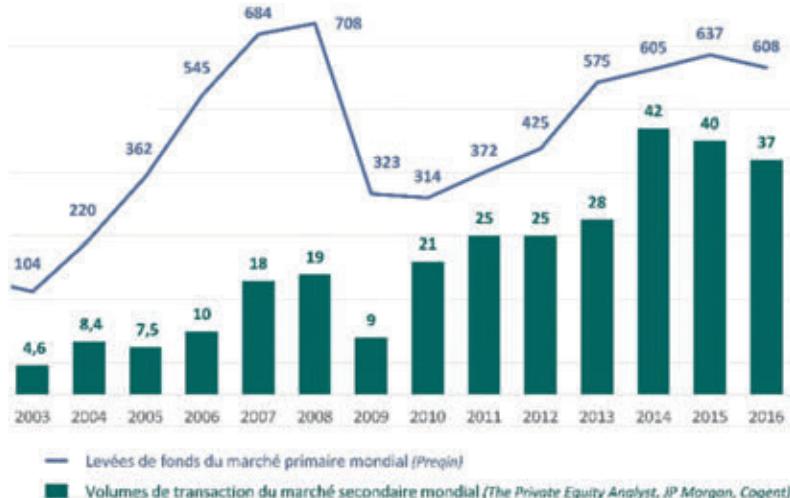
En 2016, le marché primaire français a vu :

- la levée de 14,7 Md€ par 196 fonds ;
- 12,4 Md€ (re-)investis dans 1893 sociétés ;
- 9,0 Md€ désinvestis de 1376 sociétés.



Le marché secondaire du capital-investissement

CHRONIQUE DES LEVÉES DE FONDS DU MARCHÉ PRIMAIRE ET DES VOLUMES DE TRANSACTION DU MARCHÉ SECONDAIRE

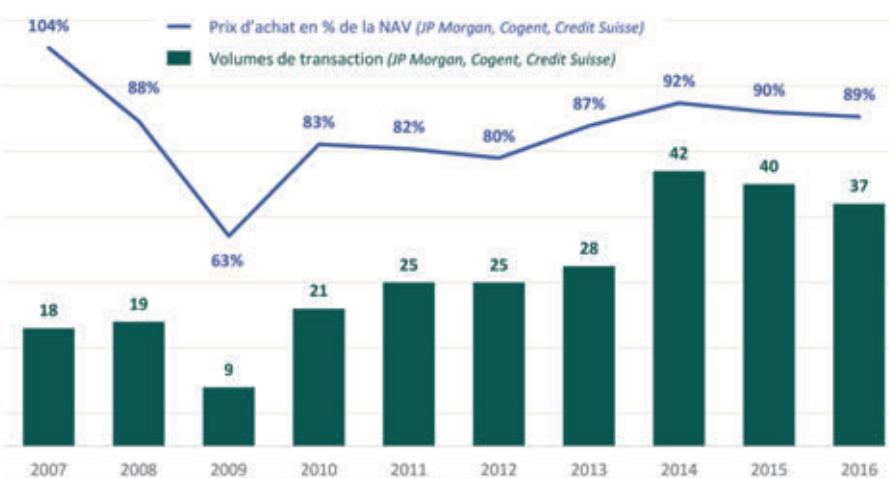


En revanche, il n'existe pas, au moins pour la France, de chiffres consolidés et reconnus concernant le volume du marché secondaire.

À l'évidence la présence et l'efficacité croissante d'un marché secondaire actif est pour le capital-risque une assurance de succès et un moyen très performant de construire un portefeuille diversifié selon le profil et le budget de risque souhaités, avec précision.

Synthèse rédigée par
Philippe HADEVILLE,
Secrétaire général de l'Af2i ●

ÉVOLUTION DES VOLUMES ET DES PRIX DU MARCHÉ SECONDAIRE MONDIAL



ENCOURS MONDIAUX DES FONDS SECONDAIRES

Pays	Actifs sous gestion (estimation en Mds\$)	Nombre de sociétés de gestion
États-Unis	125,2	42
France	37,7	8
Royaume-Uni	34,2	12
Suisse	18,0	11
Pays-Bas	11,9	1
Espagne	1,1	2

Estimations à fin 2016, Preqin

Profils institutionnels. Le rôle de la CDC comme investisseur institutionnel



PAR OLIVIER MAREUSE, DIRECTEUR DU FONDS D'EPARGNE DE LA CAISSE DES DÉPÔTS, RESPONSABLE DU DÉPARTEMENT DES PLACEMENTS FINANCIERS

La Caisse des dépôts et consignations est, depuis l'origine, un membre actif de l'Af2i.

La CDC, qui vient de fêter ses 200 ans, est un établissement public, doté d'une gouvernance originale, qui la place sous le contrôle, et la protection, du Parlement. Son rôle est en effet de recevoir un ensemble de dépôts et de fonds, de les garantir et, à partir de ces ressources, de contribuer au financement de l'économie. On distingue, au sein de la Caisse des Dépôts deux « sections », donc deux bilans séparés, et une activité de gestion de caisses de retraite :

- La « Section Générale » reçoit un certain nombre de dépôts qui lui sont affectés, venant principalement des professions juridiques, au premier rang desquelles les notaires ; elle est également émettrice sur les marchés. Son total de bilan est de 125 Md€. Elle porte des participations stratégiques notamment dans la finance

(BPI France, CNP assurances...), dans l'immobilier (SNI, ICADE), et dans les services (Transdev, Egis, Compagnie des Alpes...). Elle réalise également des investissements directs d'intérêt général pour contribuer au développement des territoires, en infrastructures, immobilier, projets numériques.

– Le Fonds d'épargne reçoit une part (près de 60 %) des dépôts des français sur les livrets d'épargne réglementée : Livret A, LDDS, LEP. Son bilan, qui atteint 250 Mds €, est principalement employé en prêts, à long ou à très long terme pour financer le logement social, les investissements des collectivités locales, ou les infrastructures.

Enfin la Caisse des Dépôts est le gérant de 48 caisses et fonds de retraite qui concernent un retraité sur cinq en France. Elle assure le pilotage financier des réserves de ces régimes (12 Md €), pour l'essentiel par le biais de mandats de gestion externes.

La section générale et le Fonds d'Epargne, outre les investissements stratégiques et les prêts à long terme, gèrent d'importants portefeuilles de placement financiers, qui contribuent à la liquidité de leurs bilans, à leur bon adossement actif / passif, à la formation des résultats et donc à la constitution des fonds propres du groupe. Jusqu'en 2017, deux équipes séparées géraient respectivement les portefeuilles de placement du Fonds d'Épargne (85 Mds €) et celui de la section générale (61 Mds €). Depuis le 1^{er} juillet, nous avons regroupé nos équipes de gestion de portefeuille dans un « département des Placements Financiers » qui gère, pour le compte des deux bilans, les placements en obligations, en actions, en immobilier et en fonds non cotés.

Le département des placements financiers gère ainsi près de 150 mds €, essentiellement en interne, dans une optique de long terme, en prenant systématiquement en compte les aspects extra financiers, conformément à nos engagements d'investisseur responsable. Du fait de la nature de ses ressources et de son statut, la Caisse des Dépôts priviliege dans sa politique d'investissement la France et l'Union européenne, sans exclure une diversification vers d'autres zones.

Investisseur de long terme, les portefeuilles de la Caisse des Dépôts se caractérisent notamment par une allocation significative en actions cotées (34 % des actifs de la section générale, 16 % de ceux du Fonds d'Épargne).

Membre de l'Af2i, participant à son Conseil d'Administration et à son comité stratégique, la Caisse des Dépôts se veut active dans l'univers institutionnel français, en particulier pour contribuer à la transition écologique et énergétique et pour promouvoir la spécificité de l'investissement de long terme, en France et en Europe.

Olivier MAREUSE ●

Éthique et déontologie de l'acheteur public : quelles précautions dans le cadre de la sélection de gérants ?



PAR FRANCK LEPRON, AVOCAT ASSOCIÉ, UGGC AVOCATS, MEMBRE DU « CLUB DES ACHETEURS PUBLICS » DE L'AF2I

La notion de conflit d'intérêts, et la question des moyens de leur prévention, sont dans l'air du temps, et le droit de la commande publique ne saurait naturellement y échapper. Dans ce contexte, il n'est donc pas inutile de rappeler, à l'attention des investisseurs publics soumis aux règles du droit de la commande publique pour la sélection de leurs gestionnaires d'actifs, les principales implications pratiques que recouvrent les exigences d'éthique et de déontologie.

De manière générale, la déontologie de l'acheteur public renvoie, au-delà du respect des règles formelles et procédurales liées à la mise en concurrence des marchés publics, au comportement individuel des parties prenantes au processus d'achat : ce comportement doit être guidé par des valeurs de neutralité et de désintéressement, destinées à faire primer l'intérêt général sur l'intérêt personnel desdites parties prenantes. L'enjeu pour elles est important, puisque l'atteinte à ces règles d'éthique est susceptible de relever d'une qualification pénale - plusieurs délits étant ici potentiellement concernés, qu'il s'agisse, entre autres, du délit d'octroi d'avantage injustifié (ou « délit de favoritisme », art. 432-14 du c. pénal), du délit de corruption active (art. 433-1 et 445-1 du c. pénal), du délit de corruption passive (art. 432-11 du c. pénal), ou encore du délit de prise illégale d'intérêt (art. 433-2 c. pénal).

Ce cadre étant posé, l'exigence d'éthique, appliquée au champ de la commande publique, a plusieurs déclinaisons pratiques. On en donnera ici quelques illustrations, susceptibles d'intéresser les processus de sélection de gérants.

L'OBLIGATION DE DISCRETION ET DE CONFIDENTIALITÉ

Si l'obligation de transparence figure au premier rang des principes généraux de la

commande publique, sa mise en œuvre n'est pas sans limite. Il revient notamment aux acheteurs publics de la concilier avec deux autres exigences : le principe d'égalité de traitement d'une part ; les secrets légalement protégés d'autre part.

Le principe d'égalité de traitement fait ainsi interdiction aux acheteurs publics, et plus généralement à toutes les parties prenantes au processus de sélection (conseils de l'acheteur, membres des commissions de sélection, etc.), de communiquer des informations privilégiées, de nature à favoriser un opérateur (candidat ou susceptible de l'être). Cette exigence élémentaire renvoie notamment à la délicate question des échanges préalables, pouvant intervenir avant le lancement de tout appel d'offres entre l'acheteur public et certains opérateurs économiques.

Il faut ici d'emblée souligner que ces échanges préalables, s'inscrivant notamment dans le cadre des actions de prospection commerciale menées par les opérateurs privés, ne sont pas, par principe, interdits. Le décret n° 2016-360 du 25 mars 2016 relatif aux marchés publics consacre même expressément la légalité de ce que l'on appelle communément le « sourcing » ou « sourçage » - et qui donc vise toutes les pratiques permettant aux acheteurs publics de collecter des informations, notamment sur les acteurs d'un secteur en présence, sur leurs méthodes de fonctionnement, de travail, sur les gammes de services et les prix pratiqués -. L'article 4 dudit décret prévoit ainsi clairement qu' « afin de préparer la passation d'un marché public, l'acheteur peut effectuer des consultations ou réaliser des études de marché, solliciter des avis ou informer les opérateurs économiques de son projet et de ses exigences ». Sur ce fondement, rien n'interdit dès lors aux acheteurs d'un investisseur institutionnel, quand bien même se-

rait-il soumis au droit de la commande publique, de rencontrer les représentants de gestionnaire d'actifs, pour échanger sur ses besoins, sa stratégie de placement, leurs références, etc.

Mais l'exercice a logiquement ses limites, rappelées par le décret du 25 mars 2016, aux termes duquel notamment ces échanges préalables ne doivent pas avoir « pour effet de fausser la concurrence », ni entraîner « une violation des principes de liberté d'accès à la commande publique, d'égalité de traitement des candidats et de transparence des procédures ».

En pratique, la conciliation de ces diverses considérations n'est pas toujours aisée. Quoi qu'il en soit, elle oblige les acheteurs publics à respecter toute une série de précautions dans la conduite de leurs échanges préalables – précautions qu'il peut être utile de transcrire dans le cadre d'une « charte éthique », à l'attention des services internes de l'acheteur -. Ces précautions sont de plusieurs ordres : élargir le plus possible le nombre d'opérateurs rencontrés ; espacer (de plusieurs mois) ces rencontres du lancement officiel d'une procédure de mise en concurrence ; cantonner les discussions à un certain niveau de généralité quant aux besoins de l'acheteur, celui-ci ne pouvant naturellement pas être amené à divulguer des informations sur le contenu d'un futur cahier de charges ou, plus généralement, des informations privilégiées sur une future procédure de mise en concurrence ; etc.

L'obligation de confidentialité, à laquelle les acheteurs publics sont tenus, renvoie ensuite au respect dû aux secrets légalement protégés, et en particulier au secret en matière industrielle et commerciale. Cette obligation s'exprime notamment autour de la question des informations auxquelles un candidat gestionnaire d'actifs, évincé d'une

procédure d'appel d'offres, peut avoir accès.

Pour rappel, tout candidat à un appel d'offres, et dont l'offre a été écartée (pour un motif autre qu'une irrégularité), est en droit d'obtenir, sous quinze jours, des informations sur les caractéristiques et les avantages de l'offre retenue (art. 99-II du décret du 25 mars 2016). Plus généralement, une fois le marché de gestion d'actifs signé, les documents relatifs au processus de mise en concurrence, et notamment le rapport d'analyse des offres, sont susceptibles de constituer des documents administratif communicables, dont tout tiers intéressé (notamment un concurrent évincé) a le droit d'obtenir la communication (art. L.311-1 du code des relations entre le public et l'administration).

L'acheteur public a toutefois l'obligation, lorsque ces informations et documents lui sont demandés, de respecter le secret en matière industrielle et commerciale. Ce qui lui interdit de communiquer toute information de nature à révéler la stratégie commerciale du gestionnaire d'actifs retenu, ou encore son organisation et ses procédés – au besoin, en occultant certains des passages du rapport d'analyse des offres–. Est ici visée, notamment, l'offre de prix détaillée de l'attributaire (et donc a priori les frais de gestion proposés par lui), ainsi que les appréciations de nature à révéler le détail technique de son offre.

Sur ces sujets, on peut utilement se référer à la pratique décisionnelle de la Commission d'accès aux documents administratifs (CADA), sous le contrôle duquel ce droit d'accès est exercé.

Voir www.cada.fr/marches-publics,6085.html

L'OBLIGATION D'IMPARTIALITE

Toute partie prenante à un processus d'attribution d'un marché public de gestion d'actifs, et susceptible d'exercer une influence sur son déroulement, est tenue à une obligation d'impartialité, et donc de neutralité. Ce qui lui interdit de se trouver dans une situation dite de « conflit d'intérêts », situation désormais expressément envisagée et traitée par les dispositions de l'ordonnance n°2015-899 du 23 juillet 2015 relative aux marchés publics (art.48-I).

En synthèse, il y a conflit d'intérêts dès lors qu'il existe un « doute légitime » sur l'impar-

tialité de l'une des parties prenantes à la procédure de passation, ce doute légitime reposant lui-même sur la combinaison de deux critères cumulatifs. D'une part, il faut que la partie prenante ait un intérêt personnel à l'issue de la mise en concurrence, compte tenu de la nature, de l'intensité, et de la durée des relations qu'elle entretient (ou qu'elle a entretenu) avec l'un des candidats. Ce lien d'intérêt peut être matériel (notamment économique) ou simplement moral (notamment familial) ; il doit être actuel, voire également passé (pour autant qu'il soit suffisamment intense).

D'autre part, la personne ainsi « intéressée » doit avoir été en mesure d'influencer effectivement l'issue de la procédure de mise en concurrence. Ce qui vise en particulier toute personne ayant un rôle effectif dans l'appréciation et la notation des offres : responsables des services achats ; membre de la commission de sélection ; administrateur ; conseil et assistant à maîtrise d'ouvrage ; etc.

On comprend donc que la caractérisation d'une situation de conflit d'intérêts repose sur une appréciation multifactorielle, tenant compte, à la fois, de l'intensité du lien d'intérêt entre l'un des candidats et l'une des parties prenantes, et du degré d'influence de cette dernière sur l'issue de la mise en concurrence. À titre d'illustration, un tel conflit d'intérêt a pu être admis à propos d'un assistant à maîtrise d'ouvrage qui avait exercé, jusqu'à deux ans auparavant, les fonctions de directeur commercial de l'un des candidats (v. CE, 14 octobre 2015, Soc. Applicam et Région Nord-Pas-de-Calais, req.n°390.968).

Dans une telle situation, il revient donc à la partie prenante, ainsi « intéressée », de se déporter du processus de mise en concurrence, afin de neutraliser sa participation. À défaut, et si cette neutralisation est matériellement impossible, le candidat concerné devra alors être éliminé (art. 48-I précité de l'ordonnance).

Là encore, il peut être utile, pour les acheteurs publics ainsi concernés, de se doter de règles et de process internes, destinés à sensibiliser leurs agents à ces problématiques, et à en prévenir la survenance (charte déontologique, formations internes, etc.).

Franck LEPRON ●

IFRS 9 : du nouveau et des bonnes nouvelles



PAR JEAN EYRAUD, PRÉSIDENT D'HONNEUR & CONSEILLER DU PRÉSIDENT DE L'AF2I

LES BANCASSUREURS OBTIENNENT LE REPORT D'IFRS 9 EN 2021

Les bancassureurs français ont obtenu de pouvoir bénéficier d'un délai de trois ans pour adopter la nouvelle norme sur les instruments financiers IFRS 9. L'ARC (Accounting regulatory committee), composé de représentants des États membres de l'UE et qui a vocation à conseiller la Commission européenne sur l'adoption des normes IFRS en Europe, a voté en faveur d'un report de l'entrée en vigueur d'IFRS 9 pour ces acteurs à 2021, soit à la date à laquelle IFRS 17, nouvelle norme sur les contrats d'assurance entrera en vigueur.

Les bancassureurs contestaient le fait d'être moins bien traités que les assureurs qui, eux, avaient obtenu un report en raison de la complexité de l'application de la nouvelle comptabilisation des actifs financiers dans la perspective de la mise en place de la future norme IFRS 17. Les représentants du Parlement européen et du conseil doivent cependant encore donner leur feu vert au report.

L'EFRAG CONSUTE

Par courrier du 29 mai 2017, le directeur général de la FISMA (Financial Stability, Financial Services & Capital Markets Union), Olivier GUERSENT a écrit au président de l'EFRAG Jean-Paul GAUZES pour lui demander :

1. de procéder à une enquête quantitative sur les investissements de long terme en actions et une évaluation de l'impact d'IFRS 9 sur ces investissements ;
2. d'identifier si et comment IFRS 9 pourrait être améliorée dans le respect du traitement comptable des investissements en actions détenus à long terme.

Le document des Services de la Commission européenne explique ensuite sa demande auprès de l'EFRAG :

- Des éléments quantitatifs sur la détention d'actions chez les investisseurs.
- Le ou les choix que les investisseurs pourraient retenir pour le classement des instruments de capitaux propres : FVPL ou FVOCL.
- Les moyens d'amélioration de la norme, en particulier les caractéristiques d'un modèle de dépréciation robuste, qui permettrait de réintroduire une possibilité de recyclage des résultats de cession lorsque l'instrument financier est classé dans les « *other comprehensive income* (OCI) », traduit improprement dans les capitaux propres.

Pour l'Af2i, cette demande des services de la Commission européenne intervient certes tardivement, mais à juste titre car elle répond aux nombreuses démarches en ce sens manifestées ces dernières années par les investisseurs français, notamment au sein de la « task Force du long terme » qu'au sein de l'Af2i (*cf n° Lettre Institutionnels n°41*), qui n'a pas ménagé ses efforts auprès des Pouvoirs publics, de la Commission européenne et de l'IASB, pour revoir le dispositif de classements des instruments financiers de capitaux propres, mais pas seulement. En effet, l'emprise de plus en plus forte de la gestion collective sur les portefeuilles institutionnels ne doit pas être négligée, au moins en France, qui doit conduire à ne pas balayer le problème des OPCVM et FIA détenus et par conséquent, les risques d'impact d'IFRS 9 sur la composition et le mode de gestion des portefeuilles.

L'Af2i va apporter à l'EFRAG sa contribution à cette consultation.

BIEN COMPRENDRE LA FUTURE NORME IFRS 9

La Revue fiduciaire comptable n°451 de juillet-août 2017, fait paraître un dossier spécial sur la norme IFRS 9, rédigé par Philippe DANJOU, ancien membre du *Board* de l'IASB, sans aucun doute l'un des meilleurs connaisseurs de cette norme.

Le sujet est traité à travers différents thèmes : d'IAS 39 à IFRS 9 et statut d'IFRS 9 dans l'UE, classement des instruments financiers et comparaison avec IAS 39, nouveau modèle de dépréciation des risques de crédit d'IFRS 9, nouvelles règles IFRS 9 de comptabilité de couverture, la dé-comptabilisation des instruments financiers et implication continue dans des actifs ou passifs transférés selon IFRS 9, date d'entrée en vigueur d'IFRS 9, 1re application et dispositions transitoires et Informations à fournir sur les instruments financiers, aperçu d'IFRS 7. Le tout expliqué en 40 pages très synthétiques et très claires. À lire absolument, pour ceux qui veulent se familiariser avec cette norme, qui va impacter la gestion institutionnelle et la gestion collective.

Pour plus d'informations, rendez-vous sur <http://rfcomptable.grouperf.com/>.

Jean EYRAUD ●



La dette subordonnée bancaire : entre nouveau monde et ancien monde



PAR JÉRÔME LEGRAS, ASSOCIÉ GÉRANT, DIRECTEUR DE LA RECHERCHE, AXIOM ALTERNATIVE INVESTMENTS

UNE HISTOIRE MOUVEMENTÉE

...

Jusqu'à la fin des années 80, les banques des pays dont l'ordre juridique reconnaissait les actions de préférence, avec leurs dividendes fixes et prioritaires, avaient un avantage compétitif dans la levée de fonds propres. En 1988, à l'occasion de l'élaboration du premier ratio de solvabilité international (le «ratio Cooke» ou Bâle 1), le Comité de Bâle décida donc de privilégier la substance économique à la forme juridique (dette ou action) et regroupa les fonds propres bancaires complémentaires en deux grandes catégories.

► Les titres Tier 2, des dettes subordonnées qui ont une échéance fixe et dont les coupons sont obligatoires ;

► Les titres Tier 1, d'avantage subordonnés, qui n'ont pas d'échéance, mais peuvent être remboursés à certaines dates («call date»), et dont les coupons ne sont généralement pas obligatoires, mais peuvent le devenir.

Cette catégorisation fut balayée par la crise financière de 2008, les autorités constatant que ces titres n'avaient pas joué leur rôle de protection : en effet, ils avaient, pour la plupart, continué de verser leurs coupons et d'être remboursés, laissant le fardeau des recapitalisations bancaires aux seules autorités publiques.

S'ensuivit donc une nouvelle réglementation, «Bâle 3», qui conserve l'essentiel des caractéristiques des Tier 2, mais remplace le Tier 1 par un nouveau format, l'Additional Tier 1 (AT1), qui se distingue par trois principaux aspects : (i) le coupon devient totalement discrétionnaire, et peut être interdit sous certaines conditions, (ii) quand le ratio de fonds propres durs est inférieur à 5,125% le titre doit, soit être converti en actions, soit voir son nominal réduit (quitte à être rehaussé plus tard) et enfin (iii) les hausses de coupon (ou step-up) après la première date de call, qui incitaient les banques à rembourser ces titres perpétuels, sont maintenant interdites.

Cette nouvelle réglementation est accompagnée d'une période de transition, qui s'étend jusque fin 2021, et qui fait aujourd'hui cohabiter ces deux groupes de titres (ancienne génération, ou «Legacy», et «Bâle 3») suivant des règles complexes. Comment les investisseurs peuvent-ils s'y retrouver dans cet univers complexe?

... QUI CONDUIT À UN MARCHÉ TRÈS HÉTÉROGÈNE

Les titres Tier 2 n'ont connu presque aucune évolution réglementaire entre Bâle 1, Bâle 2 et Bâle 3. À quelques (très intéressantes !) exceptions près, il n'y a donc pas lieu de s'interroger sur les détails

réglementaires et l'investisseur doit se concentrer sur les deux facteurs habituels de la gestion obligataire : l'évolution des taux d'intérêt et celle du risque de crédit.

C'est sur ce second point que la réglementation a profondément évolué puisque le concept de «faillite bancaire» a été remplacé par la «résolution bancaire», qui donne aux autorités des pouvoirs exorbitants (dont le fameux bail-in) pour renflouer une banque en utilisant comme sources de capital toutes les dettes subordonnées. Dans ce monde post-crise, la survenance du défaut sur les titres Tier 2 est donc plus probable, puisque le défaut ne porte plus les stigmates de la faillite. Ce risque accru est toutefois accompagné de rendements généreux : spreads de 100bps à 150bps en moyenne sur les plus grandes banques européennes, là où les corporates peinent à offrir plus de 30-50bps.

La situation sur le Tier 1 est en revanche plus complexe et il faut distinguer trois catégories.

► Les nouveaux titres, les AT1, plus volatils et plus corrélés aux actions, doivent être analysés suivant deux risques principaux (outre le risque de crédit) : le risque que le remboursement soit effectué après la première date de call, puisque le step-up a disparu, et le risque que le coupon ne soit pas payé. Ce dernier risque est essentiellement lié aux règles dites «MDA» («Maximum Distributable Amounts») qui interdisent le paiement total ou partiel de coupons d'AT1, de dividendes ou même de bonus, si les fonds propres sont tombés sous un seuil. L'investisseur doit donc être en mesure de comprendre et suivre l'évolution des ratios de fonds propres. Naturellement, ce risque accru s'accompagne d'un rendement très élevé, 5% voire plus, malgré le fort rallye récent. En revanche, historiquement, les AT1 sont très peu sensibles aux mouvements des taux sans risque.

► Les *Legacy Tier 1* «simples» sont ceux pour lesquels il est possible de prévoir avec un fort degré de confiance la date de remboursement, car la mécanique de la période de transition est aisée à comprendre. Les risques de coupon et de remboursement sont donc faibles et ces titres sont peu volatils, mais ils présentent un rendement plus faible (1,5% à 2,5%), de sorte qu'au final ils s'apparentent presque à du Tier 2.

- Enfin, les *Legacy Tier 1* «complexes» sont ceux pour lesquels il est difficile de prévoir la date de remboursement. Or, le rendement final de l'investissement sera principalement le fait de cette date. Il faut donc être en mesure de bien comprendre la période de transition et son application concrète à la banque et au titre, afin de pouvoir estimer la date à laquelle la banque aura intérêt à rembourser. C'est au prix de ce travail que l'on peut obtenir des rendements de 4% à 5%, pour un risque finalement largement décorrélé des autres marchés financiers, puisqu'il est principalement lié à une mécanique réglementaire.

Ainsi, dans ce qui peut sembler de prime abord être une classe d'actifs homogène les investisseurs peuvent en réalité obtenir des profils de rendements et de risques très différents : du «beta» et du rendement avec les AT1, du rendement décorrélé et lié à une optimisation réglementaire avec les *Legacy Tier 1* complexes, ou un profil obligataire plus usuel et un rendement plus faible avec les Tier 2 et les *Legacy Tier 1* simples.

Dans l'environnement de marché actuel, caractérisé par un renforcement continu des fondamentaux bancaires, mais aussi par une forte progression des titres AT1 depuis la crise de février 2016 (indice + 20,7% depuis janvier 2016), il paraît souhaitable d'attendre un point d'entrée plus favorables sur ces titres à fort bêta. Le meilleur couple rendement/risque est donc à chercher, selon nous, du côté des instruments «*legacy complexes*» qui offrent des rendements à peine inférieurs aux AT1, pour une volatilité beaucoup plus faible et une sensibilité très réduite à l'éventuelle hausse des taux qu'un changement de politique des banques centrales pourrait déclencher.

Jérôme LEGRAS ●

Un marché primaire obligataire foisonnant mais peu attractif, voire dangereux



PAR MATTHIEU BAILLY, DIRECTEUR GÉNÉRAL, OCTO AM

Comme à chaque rentrée de septembre, le marché primaire des nouvelles émissions obligataires est la principale attraction pour les banques d'investissement et les investisseurs. Evidemment appréciées et «marketées» par les premières pour le profit sans prise de risque qu'elles dégagent, notons que, pour les investisseurs, ces émissions primaires recèlent actuellement bien peu de véritables opportunités tant les pressions sur les taux et les spreads restent fortes.

Quelques exemples récents illustrent cette situation :

- Icade (BBB+) et son obligation de maturité 10 ans, labellisée «green bond» (ce qui permet de réduire encore légèrement le coupon déjà bien maigre), à 1,59% de rendement.
- Valeo (BBB) proposant une obligation 5 ans à 0,39% de rendement.
- Vivendi (BBB) qui a emprunté sur 7 ans à 0,97% de rendement.
- GlaxoSmithKline qui a émis une souche 3 ans à 0,01% de rendement en complément de deux autres émissions à 9 et 12 ans pour un montant total de 2,4 milliards d'euros.
- Ingenico (non noté et dont on ne peut pourtant négliger le risque technologique, très prégnant sur le secteur du paiement électronique) qui a emprunté 600M€ à 1,7% de rendement sur une maturité 7 ans.
- Sans compter les quelques émissions à taux flottants, dont la prime est souvent encore plus serrée comme en témoigne l'émission John DEERE (fabricant américain de tracteurs et matériel agricole noté A), qui a placé 350 millions d'euros à 3 ans à un taux flottant de Euribor+18 bps,

c'est-à-dire un rendement cristallisé de -0,15% ! (l'Euribor 3 mois étant actuellement à -0,33%).

A mieux, dans trois ans, les investisseurs qui ont placé leur argent sur cette dernière obligation auront perdu environ 0,45% ! Payer pour une «pseudo-sécurité» et parce qu'on est contraint d'investir, et de respecter certains ratios, est devenu la peine quotidienne de bon nombre d'investisseurs, qui se placent ainsi dans une situation de siège éjectable sur lequel ils savent qu'ils perdront un peu ou perdront beaucoup, mais ne peuvent jamais gagner. Et n'oublions pas que toutes les entreprises, y compris les mieux notées comme l'a démontré le cas Volkswagen avec le scandale du diesel, peuvent faire face à un risque événementiel capable de créer des moins-values majeures totalement impossibles à rattraper jusqu'au dernier jour de l'échéance de l'obligation.

Par exemple, si John DEERE venait à connaître un scandale du même ordre que celui du diesel de Volkswagen, son spread s'écarteraient environ de 100 points de base en quelques jours, c'est-à-dire que la marge passerait à 120 bps et le rendement à +0,85%. Ses obligations 3 ans qui pourtant sont peu sensibles du fait de leur maturité courte, «offrirait» immédiatement une moins-value de 3% à l'investisseur, puis convergeraient plus ou moins vite vers leur valeur de remboursement au gré de la résolution plus ou moins réussie du problème de l'émetteur... L'investisseur qui aurait investi sur le marché primaire connaît ainsi des moins-values pendant presque toute la durée de son investissement et ne retrouverait sa valeur d'achat que le jour du remboursement.

Marché primaire obligataire

Cet exemple peut paraître simpliste, mais il a encore une fois pour vocation de mettre en perspective l'asymétrie du risque actuelle sur le marché des émetteurs obligataires « *investment-grade* » (c'est-à-dire de haute qualité de crédit). La compression des rendements orchestrée par la BCE qui a submergé le marché de liquidités, la pression des contraintes réglementaires pour les institutionnels (qui doivent concentrer leurs réserves sur ce type d'actifs de manière systématique), l'inquiétude et le peu de visibilité des investisseurs, sont autant de facteurs qui ont conduit à cette situation explosive.

Et si la plupart des investisseurs en sont conscients, deux biais ne leur permettent pourtant pas d'en tenir compte pleinement.

1/ LES CONTRAINTES RÉGLEMENTAIRES

Comme nous le disions précédemment, les investisseurs, quels qu'ils soient doivent

respecter certains ratios établis par le régulateur une fois pour toutes et qui n'évoluent que rarement. Ces contraintes peuvent autant interdire l'exposition à certains émetteurs de qualité de crédit trop faible, qu'une exposition trop importante à une catégorie d'émetteurs de haute qualité ou même à la trésorerie, celle-ci étant en risque chez la banque dépositaire. Ceci pousse in fine à trouver coûte que coûte des investissements.

2/ LES CONTRAINTES COMMERCIALES OU STATUTAIRES

Un fonds ou un ETF exposé à un indice doit le respecter, quel que soit l'intérêt final, la légitimité ou le rapport rendement/risque de cet indice. Malheureusement, les avertissements ont pour le moment été rares, la baisse des taux et des spreads étant quasi continue depuis plus de 10 ans. Les investisseurs ont donc eu tendance à augmenter au fil de l'eau ce type d'investissement, considérant le comportement des fonds indiciaux exposés en permanence (en particulier aux obligations souveraines) comme largement meilleur à celui des fonds 'actifs' qui pouvaient parfois privilégier la prudence.

3/ LE BIAIS DE L'INVESTISSEMENT 'RELATIF'

Dérivé du biais ci-dessus, bon nombre d'investisseurs finissent par trouver de l'intérêt dans ce qui n'en a pas du tout en absolu. Parce qu'un investissement rapporte 10 ou 20 points de base de plus qu'un autre et qu'il faut trouver des idées dans un portefeuille, justifiant ainsi les commissions

de gestion, on s'évertue à investir sur des titres qui, en absolu, sont beaucoup trop chers, non rentables et extrêmement risqués. Notons en effet que la couverture obligataire, hormis sur la partie pure du taux souverain (couverte par les futures Bund, OAT ou autres), est peu développée et surtout totalement imparfaite. Autant il est possible d'acheter un put sur une action, autant le CDS sur les obligations ne protègent que partiellement et imparfaitement du risque de crédit d'une obligation (ne serait-ce que par l'effet spread de crédit de l'établissement qui l'émet, et le souvenir de Lehman doit, à cet effet, rester prégnant) et aucun autre outil n'est pour le moment suffisamment développé pour proposer des couvertures bon marché et efficaces sur les obligations d'entreprises.

En résumé, un investisseur peut ainsi être fondé à rester à contre-courant de ces biais qui ne prennent jamais en compte la qualité réelle des investissements et leur rapport rendement-risque pour l'investisseur final, pour investir dans des dossiers spécifiques, le plus possible décorrélés ou dont le risque événementiel s'est déjà matérialisé offrant ainsi une prime confortable. Quand la macroéconomie est trop longtemps pilotée par la politique, la géopolitique et des banques centrales au maximum de leurs capacités, et donc au bord de l'incapacité (notons d'ailleurs l'essoufflement de la puissance de la BCE et de ses discours actuels par rapport aux premiers discours de lancement du QE en 2015), l'investissement « *bottom-up* » prend tout son sens.

Matthieu BAILLY ●



Libre opinion : une place financière pour l'Europe.



PAR PHILIPPE HAUDEVILLE, SECRÉTAIRE GÉNÉRAL DE L'AF2I

Les séparations entre vifs, pour la plupart, amènent à résoudre, dans des conditions dégradées, des problèmes de partage de richesses pour le passé et de rôles pour le futur. Le Brexit n'échappe pas à cette logique.

À l'évidence, un des rôles éminents joués par le Royaume-Uni dans l'Europe présente est celui de place financière centrale, mondialement connectée, où tous les acteurs sont représentés, ou peuvent aisément l'être, et où tous les actifs peuvent trouver une valorisation et, souvent, une contrepartie quelle que soit la devise.

La place de Londres s'est affirmée continûment depuis deux siècles grâce aux marchés des matières premières locales et exotiques, à une industrie florissante et à des moyens de transport performants, puis, favorisée également par la langue, dans un rôle de plateforme de transaction entre l'Europe, l'Amérique et l'Asie, avec un rôle majeur sur le marché des changes. Ces activités largement tournées vers l'étranger ont reçu le soutien interne d'un fort développement de régimes de retraite par capitalisation dont la gestion a été majoritairement tournée vers le financement des entreprises nationales.

La construction de cette place a donc été une œuvre de longue haleine. Mais les temps et les mécanismes ont changé.

Une place financière de nos jours se définit moins géographiquement que par la convergence de facteurs fondamentaux :

► des infrastructures de marché assurant la bonne fin des négociations, des transactions et des livraisons ; c'est un point qui revêt un aspect plus faiblement géographique, à l'exception des curiosités techniques du « *high frequency trading* » ;

- l'accès facilité à tous les marchés pour tous les acteurs autorisés; c'est également un point aujourd'hui faiblement géographique ;
- un ensemble complexe et vivant de dispositions légales et réglementaires qui régissent la totalité des activités et la totalité des acteurs; ce point-là est totalement géopolitique.

La situation à laquelle l'Europe doit faire face est tout à fait inédite :

- un membre important de la communauté décide, à la suite d'une procédure qui relève d'un pari improbable, de faire cavalier seul ;
- ce membre recèle la principale place financière de la communauté laquelle reste, par ailleurs, un très grand marché financier avec des acteurs majeurs de toutes natures et un ensemble de règles légales et réglementaires perfectible certes mais complexe, cohérent et très structurant ;
- en regard de la re-création d'Euronext, la Commission européenne a interdit le rapprochement Euronext/Deutsche Börse au motif de la défense de la concurrence (par rapport à Londres), et a longuement hésité à autoriser la fusion LSE/DB en pleine période de réflexion sur le Brexit ce qui aurait été un comble ;
- les 27 partenaires restants sont divisés maintenant en différentes catégories :
 - les hyper-actifs qui cherchent à tirer avantage individuellement de la situation par la mise en œuvre de politiques attractives nouvelles Allemagne, France, Hollande, Italie ;
 - les sous-mariniers qui se contentent de développer leurs acquis Irlande, Luxembourg, îles britanniques diverses, avec beaucoup d'efficacité ;
 - les indifférents par manque de capacité ;
 - les indifférents actifs qui cherchent à vendre leur soutien contre des avantages

Une place financière pour l'Europe

largement étrangers aux marchés financiers à la partie la mieux disante.

À ce stade seuls 3 *scenarii* se présentent :

1) LE RETOUR EN ARRIÈRE

Le Royaume-Uni renonce au Brexit, il y a toutes les raisons pour le faire, c'est la solution la plus raisonnable, mais c'est aussi aujourd'hui la moins probable. La pertinence de la décision n'est pas vraiment à remettre en question, en revanche la consistance et la qualité des arguments échangés au cours et après la campagne peuvent laisser planer un doute sur la bonne information du citoyen britannique et ont en tout cas créé des tensions palpables entre le UK et l'Union et même à l'intérieur du UK, tensions qui ne permettent pas à ce stade d'envisager un retour en arrière.

2) LE STATU QUO

C'est l'Europe des 27 avec une place financière principale en dehors de l'Europe. Rap-

pelons-le, cela signifie que les infrastructures, les acteurs et les règles légales et réglementaires sont situées en dehors de l'Union et évolueront donc dans le temps au gré de la puissance politique locale et sous l'influence des autres marchés. C'est l'abandon graduel de toute la réglementation et la supervision mises en place à grand peine au cours des deux dernières décennies et c'est au-delà une perte de souveraineté majeure. Mais c'est à ce jour la voie la plus vraisemblable.

3) L'EUROPE QUI S'AFFIRME

L'Europe des 27 est un très grand marché financier qui possède tous les atouts possibles y compris un très fort potentiel de développement en relation avec l'émergence financière, à moyen et long terme, des membres les plus récents. L'Europe doit donc prendre son destin en main. Les temps et les marchés ont complètement changé depuis l'avènement de la place de Londres, une place financière de plus vaste dimension peut ainsi se créer rapidement

dans l'Union qui possède déjà deux des trois attributs indispensables que sont les acteurs de tous ordres et des règles communes, sous son propre contrôle.

Restent les infrastructures de marché qui sont trop petites et incomplètes et ne permettent pas d'opérer toutes les négociations sur tous les actifs dans toutes les monnaies.

La Commission doit comprendre, et nous pouvons l'y aider, que la bonne gestion de la concurrence dans l'Union doit se définir dans l'Union et non dans le monde entier et qu'il y a donc une nécessité urgente à créer ou favoriser la création d'infrastructures de marché communes et de grande dimension pleinement opérationnelles.

Le premier bénéfice de la démarche sera évidemment un atout supplémentaire dans les négociations du Brexit récemment entamées.

Philippe HAUDEVILLE ●



Les brèves

Valorisation des fonds commerciaux

D'après une directive de l'ANC de 2013, et à compter des exercices ouverts au 1^{er} janvier 2016, il y a obligation d'évaluer au moins une fois par an et de comptabiliser les fonds commerciaux (stocks, matériels, outillage, mais aussi : brevets, marques, enseignes, droits au bail, divers ...).

Option finance Juin 2017

vision drastique des taux d'actualisation utilisés dans le calcul des provisions en DB offre aux assureurs du pays (seulement ?) l'opportunité de créer et gérer des fonds de pension avec ou sans transfert des engagements des fonds de pension « maison ».

Les Echos

FANCI

L'Autorité des normes comptables vient de créer, dans le cadre de son plan stratégique « Ambition 2019 », le FANCI, Forum d'applications des normes comptables internationales. Ce forum est destiné à participer aux travaux de l'IFSR-IC, à examiner les questions d'applications des normes soulevées par les utilisateurs.



Titrisation STS

Un accord a finalement été trouvé sur les caractéristiques d'une titrisation aux normes STS européennes, mais pas encore reconnue par l'EIOPA pour Solvency II. Restent pour nos adhérents les questions du type : Autocertification ?, Niveau des marges ?, définition du crédit « sans défaut » ?

Financement des foncières

Malgré des taux d'intérêt très bas, une prime de risque élevée, et une liquidité disponible abondante, les foncières cotées ont beaucoup réduit leur endettement, ce qui fait partie des constats non intuitifs.

VIA AM sélectionnée pour le 16^e investissement de la SICAV d'Emergence

Le fonds d'incubation et d'accélération de Place Emergence alloue 50 M€, son plus important ticket d'investissement, à VIA AM⁽¹⁾ pour la qualité de sa gestion systématique actions et son approche innovante de l'analyse financière et comptable.

Il s'agit du premier investissement réalisé par le compartiment Emergence Actions II lancé en juin 2017 dont l'objectif d'encours est 300 millions d'euros. Emergence Actions II apporte 50 M€ au fonds VIA Smart Equity Europe⁽²⁾, soit le plus important investissement réalisé par Emergence depuis sa création en 2012. Lancé en mars 2016, le fonds VIA Smart Equity a pour objectif de réaliser une performance long terme supérieure au MSCI Europe dividendes nets réinvestis, avec un profil de risque similaire.

VIA AM a développé des stratégies de gestion actions et de performance absolue systématiques fondées sur une technologie propriétaire qui analyse de manière systématique les informations économiques et comptables de 3 000 sociétés cotées dans le monde (dont 600 en Europe). Cette approche permet une analyse financière particulièrement objective et facilite les comparaisons entre sociétés.

Anticipation de longévité

En UK, les nouvelles données sur la mortalité semblent contredire les anticipations jusque-là admises de dérive positive de l'espérance de vie. Une première estimation de l'écart de provisionnement que cela induit sur les fonds de pension britanniques s'élève à £ 310 bn.

IPE Juin 2017

Fonds de pension hollandais

L'assainissement en cours du secteur des fonds de pension hollandais, qui a comporté une ré-

(1) VIA AM est agréée par l'AMF sous le numéro GP-15000029

(2) Lancé en mars 2016, VIA Smart-Equity Europe (SI) a pour code ISIN LU1369528622

Avertissement : Les informations ci-dessus ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation d'investir, ni un conseil en investissement ou une recommandation sur des investissements spécifiques. La valeur des investissements et des revenus peut fluctuer (cela peut en partie être le résultat des fluctuations des taux de change) et les investisseurs peuvent ne pas récupérer le montant total des capitaux investis.

« C'est dit, c'est écrit »

« C'est dit, c'est écrit »

EXTRAITS DE NOS PARUTIONS PRESSE.
La totalité des articles est disponible
sur le site de l'Af2i : www.af2i.org

Option Finance, le 10/07/2017

HIGH YIELD -
Antella reporte son émission

Antella envisageait de lever 325 millions d'euros sur 7 ans sur le marché obligataire, via un placement sécurisé. Mais un spécialiste de la distribution professionnelle de produits et de produits d'emballage a annoncé vendredi dernier le report de l'opération en raison des «conditions de marchés». Selon certaines sources, ce sont surtout le secteur d'activité et le profil financier du groupe, notamment dans la catégorie high yield par Moody's (B3), qui auraient dissuadé les investisseurs.

ENTREPRISES -

La rémunération des dépôts ou plus bas

La rémunération des dépôts inférieurs à deux ans poursuit sa baisse. Le taux d'intérêt des co-... A terme des

so 50 14/09/2017

et

■ Jean-François Boulier, président de l'AF2i

■ FR - "Les institutionnels veulent être plus présents dans l'écosystème"

Eric Jarjat 11/09/2017

Après avoir pendant plusieurs années piloté les activités d'Aviva Investors en France et en Europe continentale, Jean-François Boulier vient de prendre la présidence de l'Association française des investisseurs institutionnels (AF2i) succédant ainsi à Jean Eyraud, qui devient président d'honneur et conseiller du président. Il présente pour NewsManagers les principales orientations de son mandat de trois ans, affichant notamment sa volonté de mieux faire entendre la voix des institutionnels en France et en Europe

NewsManagers : Comment abordez-vous votre mandat de président à la tête d'une association professionnelle qui a maintenant quinze ans d'âge ?

Jean-François Boulier : Avec grand plaisir. C'est une très belle opportunité pour moi de poursuivre mes activités dans l'investissement sans être un investisseur et de contribuer au développement de l'investissement institutionnel qui doit être mieux connu, plus efficace et mieux compris. En tant que dirigeant, j'ai déjà travaillé en ce sens, mais je ne pouvais pas y consacrer beaucoup de temps. Par ailleurs, Jean Eyraud m'a aussi incité à prendre sa succession en me suggérant de me pencher sur deux sujets qui m'intéressent au plus haut point : la recherche universitaire et l'international.

NM : Parmi les cinq principaux axes que vous avez présentés en juin dernier, la formation et la recherche, l'international, l'Enquête AF2i, le digital et l'élargissement de la base des membres, quels sont ceux qui vont être traités en priorité ?

J.-F. B. : Nous allons élaborer avec le conseil d'administration, le comité stratégique et après discussion avec nos membres, une série d'actions que nous pourrons assurer et financer. La stratégie et le budget pour la mettre en œuvre sont parmi les sujets qui vont nous occuper. Je me suis donné les six premiers mois pour arrêter des décisions et fixer l'ordre des priorités. Mais je peux déjà vous donner quelques indications sur ce qui pourrait être fait. En matière de formation par exemple, nous souhaitons valider et préciser les contenus adaptés à chaque profil, non seulement pour les membres de l'association, pour parfaire leur expertise, mais également pour les tiers, les administrateurs par exemple. En matière de recherche, nous pourrions développer l'interface entre les chercheurs qui travaillent sur les sujets financiers et les professionnels. Nous pouvons intensifier la communication avec les chercheurs mais nous pourrions aussi enrichir le site avec la dissemination à un plus large public de leurs travaux à priori dédiés à des publications scientifiques moins accessibles.

INTERVIEW - Jean-François Boulier, professeur à l'ISFA et président de l'AF2i (Association française des investisseurs institutionnels)

«L'investisseur ne doit pas oublier qu'il a un pouvoir d'allocation.»

Commentateur régulier de la rubrique «Assez management» d'Option Finance, vous venez de rédiger un ouvrage, Chronique d'une grande crise, à partir des analyses que vous avez rédigées entre 2001 et 2015. Quel était votre objectif ?

Je voulais d'abord revenir sur la crise financière en ayant pris du recul et en recensant cette période de façon objective. La crise a comporté beaucoup d'éléments négatifs, mais elle a aussi été marquée par des évolutions positives, comme celle de la Chine, qui est devenue un contributeur majeur à la croissance mondiale, ou de l'émir qui a malgagé la crise des dettes souveraines européennes. J'essaie également pour objectif d'expliquer en quoi consiste l'activité du gestionnaire, comment il peut être amené à commettre des erreurs et quelle est malgré tout la -1 valeur ajoutée

Avec le recul, comment s'expliquent ces erreurs de jugement ?

d'abord, je l'arrive que l'on perçoive certains signes anomals sans en mesurer la portée exacte. Début juillet 2007, j'avais par exemple remarqué que la prime sur les obligations était plus intéressante celle sur les actions. Cela soulignait un déséquilibre peu évident et n'avait pas complètement convaincu les banques. Par ailleurs, l'interprétation de certains événements par la crise grecque. Beaucoup d'investisseurs se sont focalisés sur la solvabilité des Etats. L'Europe malgré tout a été mal appréciée, par

en permanence, alors qu'elle n'arrive jamais, sauf momentanément, en 2007, et en fin de compte

Pourtant, la masse monétaire mondiale est colossale : le bilan des grandes banques centrales internationales a été multiplié par quatre et M1 représente plus d'une année de PNB de la planète. Comment les banques centrales vont-elles détruire cette monnaie ? Un vrai débat sur le sujet serait le bienvenu.

Vous venez d'être nommé président de l'AF2i. Quelles leçons tirez-vous pour les investisseurs, de cette période ?

Avec la crise, les investisseurs ont réalisé qu'un placement devant être aussi de rentabilité non seulement sur l'angle de la rentabilité et de son risque, mais aussi de sa durabilité. On a vu que très rapidement l'évolution de cette dernière pouvait poser sur les fonds monétaires, les dettes gouvernementales en cause. On le voit encore actuellement

sur les obligations corporatives, dont le taux de rotation devient très faible quelques semaines après leur émission. Globalement, des progrès ont été accomplis en matière de liquidité mais les mouvements de marché, les interactions entre les acteurs sont malgré tout appréciables.

Par ailleurs, l'investisseur ne doit pas oublier qu'il a un pouvoir d'allocation : dès lors qu'il a défini une politique de placement avec un objectif

précis, il peut dégager de la performance dans les arbitrages entre ses actifs en fonction de la valorisation. L'analyse de la période 2001-2015 montre que la prime de risque constitue à ce titre un indicateur plutôt fiable : quand les sociétés sont objectives et que le marché est trop bas, il faut se dire qu'il est trop cher et que son portefeuille, appliquée à 2 % d'intérêt, sera sous portefeuille. Appliquée à 2 % de rende de gestion de bon sens serait

... — haches. ■

«L'analyse de la période 2001-2015 montre que la prime de risque constitue un indicateur plutôt fiable.»

NEWS Managers, le 11/09/2017

NM : Parmi les cinq principaux axes que vous avez présentés en juin dernier, la formation et la recherche, l'international, l'Enquête AF2i, le digital et l'élargissement de la base des membres, quels sont ceux qui vont être traités en priorité ?

J.-F. B. : Nous allons élaborer avec le conseil d'administration, le comité stratégique et après discussion avec nos membres, une série d'actions que nous pourrons assurer et financer. La stratégie et le budget pour la mettre en œuvre sont parmi les sujets qui vont nous occuper. Je me suis donné les six premiers mois pour arrêter des décisions et fixer l'ordre des priorités. Mais je peux déjà vous donner quelques indications sur ce qui pourrait être fait. En matière de formation par exemple, nous souhaitons valider et préciser les contenus adaptés à chaque profil, non seulement pour les membres de l'association, pour parfaire leur expertise, mais également pour les tiers, les administrateurs par exemple. En matière de recherche, nous pourrions développer l'interface entre les chercheurs qui travaillent sur les sujets financiers et les professionnels. Nous pouvons intensifier la communication avec les chercheurs mais nous pourrions aussi enrichir le site avec la disseminati

NM : Est-ce que d'ailleurs l'association s'enrichit de nouveaux membres ?

J.-F. B. : Oui, nous comptons plus de 80 membres et nous allons continuer. Nous pensons notamment à toutes les entreprises qui ont des fonds de pension à l'étranger. Hormis EDF, très peu d'entreprises de ce type sont membres de l'association. Comme par ailleurs, nous souhaitons être plus présents en Europe. L'émission de titres, la gouvernance, l'engagement actionnarial, peuvent intéresser d'autres professionnels que nous, mais toutes ces activités peuvent également être utilement débattus entre les investisseurs institutionnels de

L'Af2i souhaite multiplier ses actions pour aider ses membres à appréhender la gestion des actifs alternatifs

07.09.17

Lors de sa conférence de rentrée, l'Af2i a dévoilé les résultats de ses principales études réalisées en 2017, et fait part de ses axes de développement. Les documents témoignent d'un intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour les actifs alternatifs, l'association prévoit de mener de nouvelles actions pour en favoriser la compréhension.

l'an dernière, les placements des investisseurs institutionnels ont augmenté de 9%, soit davantage que la croissance économique de France. « Une impulsion qui s'explique par de nouveaux flux d'investissements, mais aussi par un effet marché plus-values latentes enregistrées dans leur portefeuille », a exposé Didier Darydoff, qui dirige l'Observatoire d'Ergapage européenne, citant les résultats du « Panorama Institutionnel France 2017 », réalisé pour l'Af2i et publié au mois de juillet.

Les placements des investisseurs institutionnels sont minimes par rapport à des pays comme le Royaume-Uni ou les Pays-Bas, alors que les engagements de retraite sont très variés, selon le type d'engagement des investisseurs. « En France, l'assurance représente 4/5 des placements de nature très variée, alors que les engagements de retraite sont minimes par rapport à des pays comme le Royaume-Uni ou les Pays-Bas. Si la gestion actif-passif, cela a des conséquences puisque les engagements de retraite ont tendance à pousser les investisseurs vers les actions tandis que les engagements de restitution des capitaux les incitent à être plus enclins à investir en alternatifs. Les grands enjeux seraient d'aller vers une diversification des actifs », note David Darydoff. Jean-François Boulier, directeur général de l'Af2i, préférerait lui aussi voir ces placements davantage tournés vers l'économie réelle : « Nous sommes prêts à investir des placements plus proches du cœur des entreprises et des projets d'infrastructures par le biais d'investissements en fonds propres », a-t-il ainsi déclaré.

Le résultat qui semble aller dans le sens de celle des investisseurs, comme en témoigne l'enquête annuelle Af2i, publiée au mois de septembre et réalisée auprès des 80 adhérents de l'association. « L'on note une vraie augmentation des investissements en prêts à la consommation, en immobilier, et en infrastructures, note Patrice Billaut, délégué général de l'Af2i. Les investissements ne se limitent pas aux simples obligations d'Etat : la dynamique est maintenant aux placements alternatifs. » Pour Jean-François Boulier, l'enjeu pour l'association, qui prévoit donc d'améliorer les connaissances des membres vis-à-vis de ces actifs et leurs besoins.

Autres publications pour appuyer leurs actions

La recherche d'information passera notamment par des nouveaux supports de documentation. « Nous avons déjà édité de nombreux rapports, avec particulier celui sur les investissements en infrastructures et en private equity. Dans le prolongement de ce travail pour l'association, nous sommes en cours de réalisation de documents consacrés aux produits d'investissements en actifs alternatifs », dévoile Philippe Haudouin, secrétaire général de l'association.

Le 1er octobre, l'Af2i souhaitera accompagner la démarche des investisseurs consistant à effectuer une intégration des standards d'ISR, créer et former des équipes de due diligence et de reporting.

... et toujours conviviales".

... ou de contrôles, nous... sur les différents

Option Finance, le 11/09/2017

ANALYSE

Philippe Woerther, directeur de la recherche économique, Natixis AM

COMMUNAUTÉ FINANCIÈRE - L'AF21 s'inquiète des conséquences du Brexit

L'association française des investisseurs institutionnels (AF21) a fait le point la semaine dernière sur les grands chantiers de l'entrée. Et parmi ses sujets d'inquiétude figure le Brexit. A près de 10 % des actifs des investisseurs institutionnels français sont gérés par délégation à Londres, a indiqué Jean Eyrault, président d'honneur de l'AF21. Quel que soit l'aboutissement des négociations, il va falloir que la transition se fasse en bon ordre.

En effet, les risques pour les institutionnels sont importants. D'une part, le traitement comptable et fiscal des fonds gérés dans un pays non membre de l'Union européenne (UE) est très différent de celui d'un pays membre, le Brexit pourrait ainsi peser sur le bilan des investisseurs institutionnels. D'autre part, les places financières pourraient aussi être affectées en cas de sorties massives des institutionnels européens des fonds domiciliés à Londres.

Autre point de vigilance de l'association : le décret relatif à l'organisation financière de certains régimes de sécurité sociale - publié au printemps - contre lequel se sont battus l'AF21 et les institutions concernés pourrait être suspendu très prochainement. A plus long terme, l'association se préoccupe de l'instauration des nouvelles normes comptables (IFRS 9 et 17), de la mise en place de la directive MiFID 2 ou encore de la révision à venir en 2018 de grandes directives, comme celle sur les OPCVM (UCITS). Pour accompagner ses membres, elle prévoit de publier de nombreux guides dans les prochains mois dont un sur les actifs alternatifs.

ASSURANCE-VIE - Une collecte plus vigoureuse en juillet

L'assurance-vie a connu un bel été. Après plusieurs mois de souscriptions nettes relativement faibles de seulement quelques centaines de millions d'euros, les contrats d'assurance-vie ont collecté 2,1 milliards d'euros, soit un niveau record en 2017 selon les derniers chiffres publiés par la Fédération française de l'assurance. Ce montant reste néanmoins en deçà de celui affiché un an auparavant (2,5 milliards d'euros en juillet 2016). Face à des dépendances en berne et à une fiscalité en cours d'évolution pour les plus importants contrats, les particuliers se débrouillent davantage de ce type d'épargne, lui préférant les livrets bancaires.

INNOVATION - BNP Paribas AM prend pied dans le digital

Les sociétés de gestion entament leur révolution digitale. C'est en tout cas la stratégie adoptée par BNP Paribas Asset Management, qui vient de prendre une participation majoritaire dans la fintech belge Gambit Financial Solutions. Ce fournisseur de solutions digitales de conseil en investissement, créé en 2007 par des scientifiques dans les locaux de l'HC-F University de Liège, travaille d'ores et déjà avec une vingtaine de clients (banques, assureurs, gestionnaires d'actifs) en France, en Belgique, au Luxembourg ou encore en Suisse, et a notamment lancé son propre robot advisor, Blishe.

Employant une cinquantaine de collaborateurs, Gambit, dirigé par Geoffroy de Schrevel, conservera son autonomie mais deviendra le partenaire privilégié de BNP Paribas pour le déploiement de solutions digitales dans ses réseaux de banque de détail et de banque privée. Grâce à cette opération, le groupe BNP Paribas poursuit ses ambitions dans le digital, où il a prévu de déployer 3 milliards d'euros dans son dernier plan stratégique.

La démission de Fischer change la donne

Le sénateur semble réagir à la Banque centrale européenne, c'est en tout cas l'impression que donnait Mario Draghi lors de sa conférence de presse le 7 septembre. Les anticipations n'avaient pas suffisamment tenus et brouillées pour inverser la politique monétaire et prendre le risque d'un coup d'arrêt à croissance.

Cette situation n'est probablement pas sans influence sur la Réserve fédérale américaine (Fed), alors la démission de son vice-président Stan Fischer. D'un seul coup, l'équilibre au sein de la Fed est rompu par la reconnaissance que va être nommé au poste le seul membre du board, il en résulte quatre nominations par Barack Obama et trois postes vacants à prendre par Donald Trump. L'équilibre pourrait encore être déstabilisé dans les semaines à venir par une politique monétaire cohérente.

Ce n'est pas le cas.

Un membre a déjà été nommé récemment et attend sa confirmation. Des conditions pour éviter que la politique monétaire ne soit offensante. En effet, si Trump agit comme son précédent administrateur, il ne sera pas renommé.

Ce n'est peut-être pas le cas, car il y a peu d'économistes de taille prêts à emprunter de l'expérience de dommages économiques.

Dès lors, qui seront les deux derniers à être nommés ? La majorité républicaine facilite l'indiscipline de la Fed. De nombreux élus souhaitent assurer la mise en œuvre d'une politique monétaire. Il y a deux types de capacité de jugement et la question de la Fed sera en cause. La gestion d'une démission sera donc complexe.

Le quotidien de la finance

Bonnes feuilles

La plupart des ouvrages cités dans la rubrique « Bonnes feuilles » de la lettre trimestrielle *Institutionnels* figure dans la bibliothèque de l'Af2i. N'hésitez pas à l'enrichir par vos dons ou même par des recommandations de lecture.

HISTOIRES EXTRAORDINAIRES DES MATIERES PREMIERES

ALESSANDRO GIRAUDO - PRÉFACE DE PHILIPPE CHALMIN

J'avais eu l'occasion de présenter en 2015 un livre d'Alessandro GIRAUDO, chef économiste du groupe VIEL TRADITION, « *Quand le fer coûtait plus cher que l'or* », qui racontait excellemment 60 histoires sur les matières premières, démontrant leurs rôles éminents dans le développement économique mondial. C'est donc sans hésitation que j'ai acquis ce nouvel ouvrage sur les matières premières, qui décrit en 40 chapitres leur histoire, de l'antiquité jusqu'à nos jours. Cela va du blé à l'or ou le sel, mais également l'alun, le salpêtre, ou encore le lapis-lazuli.

19 € - 238 PAGES - ÉDITIONS FRANÇOIS BOURIN



L'EMPIRE DE L'OR ROUGE

Enquête mondiale sur la tomate d'industrie

JEAN-BAPTISTE MALET

L'or rouge n'est pas autre chose que la tomate, produit mondial et universel, consommé par toute l'humanité ou presque, transformée et conditionnée. L'auteur, qui est journaliste, a enquêté sur le parcours mondial de ce fameux légume, du champ où il pousse jusqu'à ce qui en ressort, en bien ou en moins bien, dans nos assiettes, avec tout au long de la vie un circuit apparemment très lucratif pour plein de gens que je vous laisse découvrir.

19 € - 284 PAGES - ÉDITIONS FAYARD



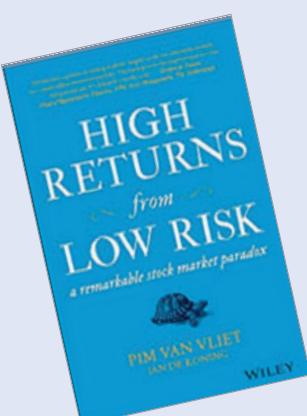
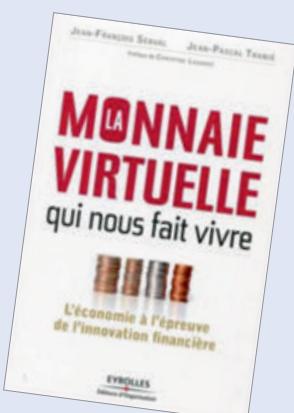
LA LONGUE MONTÉE DE L'IGNORANCE

DIMITRI CASALI

Professeur d'histoire, Dimitri CASALI a écrit de nombreux livres d'histoire et des manuels pour les élèves. Le message qu'il délivre dans ce livre tout à fait passionnant est que, contrairement à ce que l'on pense ou à ce que l'on veut nous faire croire, les connaissances régressent année après année et l'analphabétisme au contraire progresse dans le monde : programmes scolaires, media, Internet concourent à cette régression du fait d'un manque de repères et de sérieux. Pires, l'imprécision, l'obscurantisme, les théories farfelues, les fausses nouvelles abondent dans ce monde si merveilleux. L'auteur appelle à un vrai sursaut généralisé pour un retour à une démarche de progrès et de salubrité ! Son message est clair et pertinent. A nous de relever le défi, d'élever nos enfants et petits-enfants dans la modernité sans négliger les bases d'un savoir culturel et scientifique de haut niveau.

16,95 € - 236 PAGES - ÉDITIONS FIRST





LA FRANCE DANS LE NOIR HERVÉ MACHENAUD

Grand spécialiste de la production d'énergie électrique dans le monde, Hervé MACHENAUD, explique que « *nous sommes tellement accoutumés à une énergie librement accessible et abondante, que nous n'envisageons pas les conséquences catastrophiques d'une énergie rationnée et chère* ». Dans ce petit livre très pédagogique, il apporte sa vision d'ingénieur et d'industriel qui a œuvré y compris en Chine. Ses recommandations sont nombreuses pour éviter une approche idéologique. Il rappelle, par exemple, la nécessité impérieuse et fondamentale de ne pas confondre « capacité » et « puissance », et que les pays et les climats qui y règnent exigent des solutions différencierées.

11,90 € - 113 PAGES - ÉDITIONS MANITORA LES BELLES LETTRES

PANORAMA EUROPÉEN DES PETITES ET MOYENNES VALEURS - ÉDITION 2017 GAËL FALJEAN

Réalisé par La Financière de l'Echiquier et l'institut de recherche MIDDLENEXT, ce guide est fait pour tous les investisseurs dont une partie du portefeuille est composée de petites & moyennes capitalisations européennes, valeurs certes plus volatiles que les grandes valeurs, mais très profitables sur le long terme. Le livre comprend des données et explications sur les performances, sur la structure du marché européen des « *small caps* », puis fait un focus sur les marchés des différents pays européens. À lire sans modération.

72 PAGES - TÉLÉCHARGEABLE SUR [HTTPS://MIDDLENEXT.COM/IMG/PDF/PANORAMA2017_INT.PDF](https://middlenext.com/img/pdf/panorama2017_int.pdf)

LA MONNAIE VIRTUELLE, QUI NOUS FAIT VIVRE L'économie à l'épreuve de l'innovation financière JEAN-FRANÇOIS SERVAL ET JEAN-PASCAL TRANIE - PRÉFACE DE CHRISTINE LAGARDE

C'est Jean-François SERVAL, à la suite d'une conversation lors d'une conférence à PARIS, qui m'a adressé ce livre, publié en 2011. Contrairement à ce que pourrait faire croire le titre, le livre n'évoque pas les monnaies virtuelles qui fleurissent de nos jours, mais comment l'innovation financière et la création de monnaie par les banques centrales ont conduit à changer profondément le fonctionnement de nos économies occidentales, jusqu'à en devenir incontrôlables, voire explosives.

Ce livre est d'autant plus remarquable qu'il a une approche historique et pédagogique qui rend sa lecture moins complexe que le sujet ne pourrait le faire penser. Les auteurs proposent leurs solutions pour revenir à une situation plus saine.

16 € - 154 PAGES - ÉDITIONS PREMIER PARALLÈLE

HIGH RETURNS FROM LOW RISK PIM VAN VLIET & JAN DE KONING

Le « *smart beta* » ou « *factor investing* » commence à être connu et utilisé par les investisseurs institutionnels. Cet ouvrage s'appuie sur les travaux des chercheurs de ROBECO, l'une des plus anciennes sociétés de gestion en Europe, qui souhaite montrer et démontrer qu'il n'est plus nécessaire de vouloir prendre plus de risques pour obtenir une meilleure performance. Il devrait être publié prochainement en version française, avec une préface de Jean-François BOULIER.

156 PAGES - ÉDITIONS WILEY

Jean EYRAUD ●

Vie de l'association

LES ÉVÈNEMENTS DE L'AF2I

23 octobre 2017 : Club de Prospective : « Brexit & Europe : impacts pour les portefeuilles institutionnels »

AVEC LE SOUTIEN ET/OU LA PARTICIPATION DE L'AF2I

4^e TRIMESTRE 2017

11 octobre : Assises européennes de la gestion : « La gestion d'actifs durable et responsable face au défi d'un monde qui change » organisées par l'AFG

12 et 13 octobre : Global Invest Forum de L'AGEFI Séminaires

19 octobre : 18^e rencontre d'actualité « Investissement Immobilier 2018 » de L'AGEFI Séminaires

14 novembre : Rencontres Euro PP 2017 dans le cadre des Journées de l'AFTE

14 novembre : Conférence « Investisseurs et changement climatique : présentation d'initiatives innovantes » organisée par INDEFI, SWENCapital Partners et ISS-Ethix

21 novembre : 3^e édition des Rencontres ISR et Performance d'Option Finance

23 novembre : 6^e conférence

d'actualité « Investissements en Infrastructures » de L'AGEFI Séminaires

28 novembre : Conférence « Allocation d'actifs sous Solvabilité II » organisée par L'Argus de l'assurance

30 novembre : Journée nationale des investisseurs, suivie de la remise des Couronnes Institut Invest

13 décembre : Colloque Novethic 2017, Stratégies ESG pour investisseurs responsables

À noter : L'IPEM 2018, unique salon professionnel international rassemblant la chaîne de valeur complète du Private Equity et du Venture Capital, se tiendra du 24 au 26 janvier 2018 au Palais des Festivals de Cannes.

NOS PUBLICATIONS VOUS INTÉRESSENT ?

LES GUIDES DE L'Af2i

- ▶ Guide de l'OPCI (2007)
- ▶ Guide du reporting des Fonds ouverts (2^e édition 2010)
- ▶ Guide des investissements en infrastructures (2011)
Existe aussi en version anglaise
- ▶ Guide des investissements en gestion alternative et due diligences opérationnelles (2012)
- ▶ Guide des investissements en ETF - Sécurité des investissements et des transactions (2013)
- ▶ Guide du Capital-Investissement (2^e édition 2015)
Existe aussi en version anglaise
- ▶ Guide des investissements en gestion alternative - Complément à l'édition de janvier 2012 (janvier 2016)
- ▶ Guide d'aide à la mise en œuvre de l'article 173 (§ VI) de la loi de transition énergétique (LTE) (disponible

en téléchargement sur af2i.org rubrique « Publications » et en vente en version brochée) (juillet 2016).

- ▶ Guide de la délégation de gestion par l'investisseur institutionnel - Mandats de gestion & fonds dédiés (mars 2017)

À PARAÎTRE EN 2017

- ▶ Guide Mise en place d'une gestion ESG/ISR raisonnée
- ▶ Guide des Investissements en ETF (mise à jour du guide 2013)



En savoir +

Pour commander ces publications, rendez-vous sur le site Internet de l'AF2I : www.af2i.org rubrique "Publications"

Institutions adhérentes

AG2R LA MONDIALE	GROUPE APICIL
AGEAS FRANCE	GROUPE AUDIENS
AGRICA	GROUPE B2V
ALLIANZ FRANCE	GROUPE HUMANIS
AREVA	GROUPE IRCEM
ASSOCIATION FRANCE HORIZON	GROUPE KLÉSIA
ASSURANCES CRÉDIT MUTUEL	GROUPE MACSF
AVIVA FRANCE	GROUPE MALAKOFF-MÉDÉRIC
AXA FRANCE	GROUPE PASTEUR MUTUALITÉ
BNP PARIBAS CARDIF	HSBC FRANCE
CAISSE CENTRALE DE RÉASSURANCE	LA BANQUE POSTALE
CAISSE DE PRÉVOYANCE ET DE RETRAITE DES NOTAIRES	LA CIPAV
CAISSE DES RETRAITES DU SÉNAT	LA MUTUELLE GÉNÉRALE
CAMACTE	L'AUXILIAIRE
CARAC	M COMME MUTUELLE
CARMF	MACIF MUTAVIE FINANCE
CARPIMKO	MAIF
CAVAMAC	MATMUT
CAVP	MÉDICIS
CCI DE PARIS	MGEN
CDC FONDS D'EPARGNE	MIF
CDC FONDS PROPRES	MUTUELLE DES ARCHITECTES FRANÇAIS (MAF)
CDC RETRAITES	NATIXIS ASSURANCES
CNAVPL	NEUFLIZE VIE
CNETP	OCIRP
CNP ASSURANCES	OPTIMUM VIE
COFACE	PREFON
CRÉDIT AGRICOLE ASSURANCES	PREPAR VIE
CRPNPAC	PRO BTP
EDF	SACRA
ERAFF	SCOR
EULER HERMES FRANCE	SHAM
FONDATION DE FRANCE	SMABTP
FONDS DE DOTATION DU LOUVRE	SMACL
FONDS DE GARANTIE DES DÉPÔTS	SOFIPROTÉOL
FONDS DE GARANTIE (FGAO)	SURAVENIR
FONDS DE RÉSERVE POUR LES RETRAITES	SWISS LIFE FRANCE
FONS DE RESERVA DE JUBILACIÓN	THÉLEM ASSURANCES
GENERALI FRANCE	UMR
GRESHAM	UNIGRAINS
GROUPAMA SA	

Nous avons le plaisir d'accueillir deux nouveaux adhérents, la CARPIMKO et La CIPAV, qui se présenteront dans la prochaine lettre, Institutionnels n°48.