

# Le grand / **DÉBAT**



## **GESTION ASSURANTIELLE**

**Les gérants se mobilisent  
pour accompagner les  
compagnies d'assurance**

*Option*  
**Finance**

- **Boutros Thiery, Allianz Global Investors**
- **Véronique Cherret, Aviva Investors France**
- **Nathalie Pistre, Ostrum Asset Management**
- **Selma Bekkaoui, Périclès Actuarial**



Si les compagnies d'assurance tentent de revoir la composition de leur actif général, elles sont freinées dans leur stratégie de diversification par le manque de liquidités et d'opportunités, notamment dans les actifs réels. Elles maintiennent ainsi des programmes d'investissement conséquents dans les obligations souveraines. De nombreuses sociétés de gestion ont renforcé leurs équipes pour pouvoir accompagner au mieux les compagnies d'assurance. Parmi les moyens déployés par les gérants : l'innovation, avec le lancement de nouvelles stratégies, l'implication dans la formation des réseaux, ou bien encore le développement d'une relation de proximité avec les assureurs.

# Gestion assurantielle - Les gérants se mobilisent pour accompagner les compagnies d'assurance

**Comment a évolué récemment la composition de l'actif général des compagnies d'assurance ?**

**Véronique Cherret, directrice du développement, membre du directoire d'Aviva Investors France :** Dans un environnement de taux bas, les compagnies d'assurance cherchent à diversifier l'allocation de leurs fonds garantis. Cette diversification porte principalement sur deux axes. Le premier concerne l'internationalisation des portefeuilles : les compagnies d'assurance vont, dans cette perspective, chercher du rendement là où il est, notamment hors zone euro et dans les pays émergents. Le deuxième axe concerne les actifs illiquides qui offrent un surcroît de rendement par rapport aux actifs liquides. Nous constatons aussi dans le cadre des actifs traditionnels la mise en place de stratégies qui intègrent un comportement asymétrique, comme les actions protégées, dont le but est d'améliorer le couple rendement/besoin de solvabilité. Après s'être focalisé d'abord sur les actions, ce type de stratégie pourrait s'appliquer dans un futur proche sur le crédit et à la dette notée high yield (haut rendement). Ces investissements demeurent toutefois marginaux dans les allocations des compagnies d'assurance, notamment en raison de leur traitement tant dans le cadre de la formule standard de la directive Solvabilité II que dans les modèles internes des organismes d'assurances.

Notons que, malgré la tendance constatée à rechercher de la diversification, celle-ci ne concerne finalement qu'une partie

très réduite du stock d'actifs des compagnies d'assurance. A ce titre, les actifs illiquides par exemple n'entrent qu'à hauteur de 3 % à 5 % de leur allocation (hors immobilier), même si les flux captés par les sociétés de gestion sont importants. Les compagnies d'assurance ont besoin de conserver une certaine liquidité de leur bilan afin de faire face au risque de rachats de la part des assurés. Autre évolution notable : l'article 173 de la loi sur la transition énergétique pousse dorénavant les investisseurs institutionnels (comme les compagnies d'assurance) à intégrer des critères extra-financiers type ESG (environnement, social, gouvernance) dans leur processus d'investissement. Dans cette perspective, il est très important pour ces derniers de définir une stratégie d'investissement compatible avec une trajectoire de réchauffement climatique de deux degrés. C'est pourquoi les assureurs doivent être en mesure de calculer le bilan carbone de leur portefeuille d'investissement afin de pouvoir réduire l'empreinte CO<sub>2</sub> à moyen/long terme.

**Boutros Thiery, directeur distribution assurance EMEA chez Allianz Global Investors :** Depuis 2009, nous assistons à deux phénomènes opposés. Dans les grandes masses, l'allocation des compagnies n'a que très peu évolué. Si l'on prend en considération les chiffres de la Fédération française de l'assurance, le poids des obligations n'a que très peu changé, représentant entre 70 et 72 % des encours, le poids des actions cotées est également stable, entre 4 et 5 %, et l'immobilier a légèrement augmenté. En parallèle, les réallocations décidées

Photos : Nataliya Saprunova



**OSTRUM ASSET MANAGEMENT**

Nathalie Pistre, directrice recherche quantitative, support et développement, en charge de la coordination de la plateforme assurance

**PÉRICLÈS ACTUARIAL**  
Selma Bekkaoui, actuaire

**ALLIANZ GLOBAL INVESTORS**  
Boutros Thiery, directeur distribution assurance EMEA

**AVIVA INVESTORS FRANCE**

Véronique Cherret, directrice du développement, membre du directoire

se concentrent sur des segments particuliers de marché, qui ont pour certains des problématiques de capacité, à l'image par exemple des actifs non cotés.

**Véronique Cherret :** Certes, les compagnies d'assurance cherchent à diversifier leur bilan, mais il ne faut pas oublier que le meilleur instrument pour gérer la durée d'un portefeuille assurantiel demeure les obligations comme les emprunts souverains du type OAT. Ces dernières disposent d'un coût en capital très faible et sont en outre liquides. Par conséquent, il existe toujours des programmes importants d'achats d'OAT ou plus généralement de titres gouvernementaux pour gérer les rééquilibrages de portefeuille.

**Nathalie Pistre, directrice recherche quantitative, support et développement, en charge de la coordination de la plateforme assurance chez Ostrum Asset Management :** Les spreads sur l'ensemble des signatures européennes se sont compressés ces dernières années. Ce mouvement s'est plus récemment étendu au crédit, les spreads se sont maintenant aussi resserrés sur ces actifs et rémunèrent moins le risque encouru. Après avoir massivement investi sur le crédit, les institutionnels et plus particulièrement les compagnies d'assurance commencent ainsi à s'interroger sur l'intérêt de continuer à renforcer cette poche, notamment ceux qui ont détérioré la qualité de crédit de leur portefeuille. On assiste ainsi progressivement à un rebalancement des investissements vers l'obligataire souverain. Il ne s'agit pas d'un mouvement radical, mais les investisseurs reviennent progressivement vers ces actifs, notamment vers les actifs périphériques qui proposent un supplément de spreads par rapport aux OAT, sans coût en

capital supplémentaire. Par exemple, on a ainsi pu comparer le risque porté par le crédit à celui inhérent à la dette souveraine portugaise. Aujourd'hui, pour générer du rendement, les compagnies d'assurance ont donc besoin de maintenir leurs investissements dans l'obligataire classique, mais elles ont aussi tout intérêt à explorer de nouvelles classes d'actifs dites illiquides. A titre d'exemple, la dette privée actifs réels présente de nombreux atouts : elle vise à réduire la volatilité des portefeuilles, elle est une source de diversification dans l'allocation d'un portefeuille taux et elle offre un large choix de rendements potentiels selon le profil de risque de l'investisseur. Enfin, dans toutes nos discussions avec des compagnies d'assurance, les problématiques des critères ESG et celle du bas carbone sont incontournables. Les assureurs ont envie de communiquer sur ces sujets, d'aller au-delà du simple reporting prévu par la loi sur la transition énergétique. C'est pourquoi nous les accompagnons dans ce sens.

**Selma Bekkaoui, actuaire chez Périclès Actuarial :** Pour compléter vos remarques sur les souverains, ces titres sont effectivement incontournables pour les compagnies d'assurance qui raisonnent, dans le cadre de leur actif général, en termes de gestion actif/passif. L'allocation d'actifs est conditionnée à leurs engagements. Pour calibrer la gestion actif/passif, les assureurs utilisent trois paramètres : la performance, le risque et le ratio de SCR. Pour optimiser ces trois paramètres, le recours aux obligations souveraines demeure indispensable. Il ne faut pas oublier que les fonds en euros sont liquides et garantis à tout moment ; les particuliers pouvant effectuer des rachats, les compagnies doivent pouvoir y faire face. Pour autant, elles vont aussi chercher de la performance sur d'autres



actifs. Elles s'intéressent à l'intégration des critères ESG, à la dette infrastructure, à l'immobilier, au capital investissement.

**Véronique Cherret :** La politique d'investissement des compagnies d'assurance est aussi liée aux types de fonds qu'elles distribuent aux particuliers. On peut distinguer les assureurs qui continuent à collecter sur les fonds en euros, qui possèdent des réserves importantes, et les autres, ceux qui tentent de réduire voire de stopper cette collecte. Les contraintes qui pèsent sur ces deux catégories d'assureurs ne sont pas les mêmes.

**Les actifs de diversification représentent finalement qu'une part minime de l'allocation, quelles sont les limites imposées par la réglementation et par la configuration des marchés ?**

**Boutros Thiery :** Les limites peuvent être de trois ordres. D'ordre réglementaire bien sûr, avec un coût en capital Solvabilité II limitant la part des actifs risqués. D'ordre comptable et de gouvernance ensuite, la réallocation ne pouvant se faire sur une grande partie de l'actif dans un temps court. Et, enfin, ces limites peuvent être liées à la capacité et à la liquidité des marchés. Compte tenu de la taille du marché de l'assurance, des phénomènes de saturation sont susceptibles d'apparaître sur des segments à la capacité limitée. Dans l'univers des titres cotés, les compagnies d'assurance se sont beaucoup intéressées en 2017 aux dettes subordonnées financières qui apportaient un supplément de rendement et surtout une « optimisation réglementaire », la subordination n'étant pas prise en compte en modèle standard sous Solvabilité II. Il ne s'agit pas seulement d'une problématique à l'achat. En cas de stress de marché, ce segment particulier pourrait connaître des rendements négatifs à deux chiffres et constituer une problématique à la revente. Nous constatons les mêmes effets dans l'univers des titres non cotés, où une tendance à l'optimisation réglementaire sur le surcroît de rendement offert par la dette subordonnée peut parfois occulter le risque réel associé à ce segment de dette privée. Dans ce contexte, notre objectif est d'apporter chaque jour de l'agilité et d'augmenter le pouvoir de décision des assureurs.

**Selma Bekkaoui :** Dans la directive Solvabilité II, les compagnies peuvent opter pour un modèle standard d'évaluation des actifs ou un modèle interne pour le calcul de leur coût en capital réglementaire. Dans le premier cas, la diversification est prise en compte de façon forfaitaire avec des matrices de corrélation évaluées dans une logique moyenne. De nombreux actifs de diversification comme le capital investissement ou encore les hedge funds se voient appliquer le même ratio de consommation en capital, soit 49,5 %, alors qu'ils ont un effet diversifiant entre eux et disposent d'un effet diversifiant avec les autres classes d'actifs traditionnelles. Les compagnies d'assurance qui investissent dans ce type d'actifs de façon conjointe ne peuvent

**« Nous disposons d'une plateforme dédiée à la gestion assurantielle grâce à laquelle nous accompagnons nos clients sur toutes les classes d'actifs traditionnelles et alternatives. »**

**Nathalie Pistre** a débuté sa carrière en 1992 en tant qu'enseignante en finance au Ceram et chercheur à l'Inria (Sophia-Antipolis). Elle a contribué aux publications suivantes : Finance, Review of Derivatives Research, European Journal of Finance. Nathalie est devenue ensuite professeur de finance à l'Ensaie, l'École nationale de la statistique et d'administration économique, à Paris. Nathalie Pistre a rejoint Natixis Asset Management en 2001 en tant que risk manager fixed income, puis elle a été nommée responsable du risk management. Elle est devenue directrice adjointe de la gestion obligataire en 2007, puis de la gestion taux en 2010. Elle est également directrice du pôle d'analyse et de recherche quantitative. Depuis novembre 2017, Nathalie Pistre est directrice recherche quantitative, support et développement au sein de la direction des gestions. Elle est également en charge de la coordination de la plateforme assurance et de l'intégration ISR. Nathalie Pistre est diplômée d'HEC, et détient un DEA de finance de l'Université Paris-Dauphine et un doctorat en finance.



**OSTRUM ASSET MANAGEMENT**  
**NATHALIE PISTRE, DIRECTRICE RECHERCHE QUANTITATIVE, SUPPORT ET DÉVELOPPEMENT, EN CHARGE DE LA COORDINATION DE LA PLATEFORME ASSURANCE**

bénéficier de ces effets d'un point de vue réglementaire. Actuellement, une révision de la directive est en cours. Elle conduira à des allègements du coût en capital sur certains actifs non cotés, notamment ceux qui financent l'économie, car le régulateur européen veut davantage impliquer les investisseurs dans ce domaine. Pour aider les régulateurs dans leurs réflexions, les compagnies d'assurance qui ont développé des modèles internes mènent un travail de lobbying afin d'expliquer leur modèle. Elles cherchent ainsi une meilleure prise en compte des corrélations entre les actifs et des actifs de diversification.

**Quelles solutions peuvent apporter les sociétés de gestion aux compagnies d'assurance ?**

**Boutros Thiery :** Nous nous attachons bien sûr à avoir une approche basée sur des solutions, mais nous intégrons à cette approche une démarche méthodologique qui vise à faciliter l'intégration de ces solutions dans une allocation de long terme. Nous avons par exemple développé depuis 2012 une plateforme de co-investissement en dette d'infrastructures, accessible via des fonds multi-investisseurs. Nous travaillons

très en amont sur le sourcing et visons des projets de grande taille, supérieurs à 50 millions d'euros, là où la plupart des acteurs de marché sont en concurrence sur des projets de taille inférieure. Nous proposons aussi de nouvelles solutions comme les actions couvertes, qui ont vocation à s'intégrer dynamiquement dans une allocation. Mais il faut bien être conscient que la majorité des réflexions des assureurs sur leur actif général concerne la gestion de l'existant. Vis-à-vis des assureurs, un gérant d'actifs a au mieux la moitié de la solution. Pour répondre à leurs besoins, seul le sur-mesure et la proximité permettent d'avoir une plus-value importante. Nous disposons d'une équipe dédiée aux compagnies d'assurance que nous avons renforcée, active sur des actifs cotés et non cotés, et incluant également des stratégies dérivés, au service de la politique d'allocation, de réallocation et d'adossage des assureurs.

**Nathalie Pistre :** En matière d'allocation d'actifs, les compagnies d'assurance, compte tenu de leurs contraintes réglementaires, et de l'interaction entre l'actif et le passif, sont les décideurs finaux. Pour autant, les interactions avec leurs prestataires et plus particulièrement les sociétés de gestion sont de plus en plus nombreuses. Elles nous demandent de calculer l'impact SCR de leurs investissements et d'analyser tous les aspects liés aux risques et à la rémunération de ces risques. Nous le faisons à partir d'outils front propriétaires jusqu'à un reporting personnalisé. Nous avons des équipes de gestion spécialisées sur ces gestions s'appuyant sur de solides équipes de recherche économique, quantitative ou d'analyse crédit. Nous disposons ainsi d'une plateforme dédiée à la gestion assurantielle grâce à laquelle nous accompagnons nos clients sur toutes les classes d'actifs traditionnelles (obligations, actions et multi-asset) et alternatives.

**Véronique Cherret :** Nos relations avec les assureurs relèvent en effet maintenant du partenariat. Nous avons dans cette perspective renforcé la séniorité de nos équipes. Les personnes qui collaborent avec les assureurs doivent parler le même langage, connaître très finement les réglementations pour pouvoir proposer des solutions pertinentes. À ce titre, nous venons de recruter l'ancien directeur adjoint des investissements d'Aviva France (Baptiste Buisson) afin de renforcer notre expertise interne. Nous avons également renforcé l'interface clients pour avoir une vision plus large de leurs besoins, y compris en matière de reportings. Nous disposons enfin d'une plateforme d'investissement sur les titres illiquides, ce qui nous permet d'avoir une gamme de produits adaptée à la clientèle institutionnelle. Par ailleurs, toutes les sociétés de gestion ont pendant longtemps proposé aux assureurs des fonds ouverts, ce qui était très confortable pour nous. Mais avec l'arrivée des nouvelles normes comptables (IFRS 9), il deviendra de moins en moins évident de vendre à ces acteurs des fonds ouverts ; nous allons devoir basculer vers plus de mandats de gestion et donc davantage de services associés.

**Selma Bekkaoui :** Pour les assureurs, il est indispensable que les sociétés de gestion comprennent bien leurs problématiques, notamment la gestion actif/passif. Cette compréhension de la réglementation et des enjeux des compagnies d'assurance est souvent aussi importante que la capacité des gérants à délivrer de la performance. Nous accompagnons des organismes d'assurances dans la mise en place de leurs mandats de gestion ; et bien souvent, la capacité aussi des gestionnaires à produire des reportings réglementaires conformes, exhaustifs et de qualité dans les délais impartis est aussi un critère incontournable auquel les assureurs sont très attentifs.

**La solution n'est-elle pas finalement d'abandonner le fonds en euros ?**

**Véronique Cherret :** Le fonds en euros trouve toute sa pertinence dans une allocation d'actifs. Son poids dépend naturellement de l'appétit pour le risque de chacun. En fin de phase d'accumulation, par exemple, il continue d'offrir le meilleur niveau de garantie effective pour l'épargnant. Les contrats multi-supports permettent à chacun, dans une formule libre ou pilotée, de définir le bon équilibre entre les

**« Pour répondre aux besoins des assureurs, seul le sur-mesure et la proximité permettent d'avoir une plus-value importante. »**

**Boutros Thiery** débute sa carrière en 2002 en tant que responsable marketing au sein de la société BI-SAM, fintech spécialisée dans la mesure de performance et de risques pour les acteurs de la gestion d'actifs. Il intègre en 2006 Natixis Investor Servicing en tant que responsable du développement. En 2008, il rejoint Natixis Asset Management en tant que responsable de l'animation commerciale, pilotant le développement de solutions et de services à destination de la clientèle de Natixis Asset Management, notamment la clientèle institutionnelle. Il est ensuite responsable de relations avec des investisseurs institutionnels chez Natixis Global Asset Management en France. Il a rejoint Allianz Global Investors en 2014 et est aujourd'hui directeur, en charge des relations avec les assureurs, mutuelles et institutions de prévoyance. Boutros Thiery est titulaire d'un diplôme d'ingénieur, filière Management des produits innovants, de l'Université de technologie de Compiègne (UTC), et d'un master en marketing international de l'École des hautes études commerciales (HEC).



**ALLIANZ GLOBAL INVESTORS**  
**BOUTROS THIERY, DIRECTEUR DISTRIBUTION ASSURANCE EMEA**



supports en unités de compte (UC) et le fonds en euros. Le conseil délivré par les distributeurs finaux est clef dans la détermination par chacun de ce bon équilibre, car ce sont eux qui sont en mesure d'apprécier la capacité du client à supporter le risque. Aviva, en qualité d'assureur, a su se différencier en disposant d'un réseau de conseillers compétents et expérimentés.

**Nathalie Pistre** : La part des UC ne cesse d'augmenter. Elles représentaient l'an dernier 25 % de la collecte nette et 30 % au premier trimestre 2018. Cependant, en termes de stocks, le fonds en euros constitue la très grande majorité des encours en assurance-vie.

**Selma Bekkaoui** : Il n'y a pas que les UC qui permettent de donner plus de latitude aux compagnies d'assurance, elles cherchent aussi à transformer le fonds en euros. Beaucoup de compagnies d'assurance sont ainsi passées d'une garantie nette à une garantie brute de frais sur les nouveaux contrats

« La compréhension de la réglementation et des enjeux des compagnies d'assurance est souvent aussi importante que la capacité des gérants à délivrer de la performance. »



**Selma Bekkaoui** est diplômée en sciences actuarielles et financières à l'ISFA et en mathématiques appliquées à l'université Paris-Dauphine. Elle intervient depuis quatre ans comme consultante auprès d'organismes d'assurance sur des sujets d'actuariat financier, de définition d'allocations stratégiques, de diversification de portefeuilles d'actifs et de gestion actif-passif en assurance-vie, épargne et prévoyance. Elle anime également différentes formations, notamment sur Solvabilité 2 et la gestion d'actifs, et sur les innovations techniques en assurance-vie et épargne.

**PÉRICLÈS ACTUARIAL**

**SELMA BEKKAOUI, ACTUAIRE CONSULTANTE CHEZ PÉRICLÈS ACTUARIAL ET MEMBRE ASSOCIÉE DE L'INSTITUT DES ACTUAIRES**

d'assurance. Le projet Pacte porté par le gouvernement cherche aussi à réduire les garanties sur les fonds en euros. Il n'y a qu'en transformant le passif que les compagnies d'assurance pourront véritablement retrouver une certaine agilité.

**Boutros Thiery** : La gestion de l'actif général sur les fonds en euros reste importante, ne serait-ce que par son poids dans les actifs totaux d'assurances ou parce que les nouvelles souscriptions en assurance-vie intègrent toujours une part importante de capital garanti en complément des UC. La création des fonds eurocroissance sous l'ancienne présidence allait dans le bon sens, notamment dans la capacité donnée aux assureurs de placer avec un horizon long. Ce produit est intéressant, mais il n'a pas rencontré le succès escompté en termes de distribution.

**Véronique Cherret** : Nous gérons une grande partie des actifs de l'association d'épargnants Afer. Elle dispose d'une gamme de produits large et propose notamment Afer Eurocroissance. Toutefois, ce produit est relativement complexe dans sa conception et mériterait d'être simplifié. Le projet Pacte pourrait aller dans ce sens et permettrait en limitant la garantie à une échéance d'aller chercher davantage de rendement.

**Nathalie Pistre** : Un des développements possibles de l'assurance-vie passe par la prise en compte par les réseaux de l'horizon de placement des particuliers et de leur aversion au risque. La prise de risque dépend en effet de la combinaison des deux. C'est ce que le Groupe BPCE a mis en place dans ses interactions avec les clients sur l'épargne financière. De notre côté, en tant que société de gestion, nous avons aussi un rôle clé à jouer vis-à-vis des particuliers dans la constitution d'une épargne de long terme performante. La préparation de la retraite devra s'appuyer sur une allocation de l'épargne plus dynamique comportant une part d'exposition directe aux marchés financiers et une prise de risque raisonnée.

**Donner du sens aux investissements (ESG, climat, financement de l'économie...), est-ce indispensable pour convaincre les particuliers d'investir dans des actifs à risque et donc des UC ?**

**Véronique Cherret** : La thématique du financement de l'économie réelle a l'avantage de parler aux épargnants. L'Association française de la gestion financière (AFG) prépare la création de nouveaux fonds qui associeraient des actifs liquides et des actifs illiquides. Nous croyons beaucoup à ce type de fonds et nous sommes les gérants d'un nouveau fonds thématique sur l'immobilier lancé par Aviva France pour l'Afer, appelé Afer Multi Foncier, un fonds multi-actifs innovant pour investir sur la thématique foncière. Par ailleurs, nous avons également travaillé sur les 17 objectifs de développement durable retenus par l'ONU (les SDGs) afin de déterminer ceux qui font le plus sens pour Aviva. Nous sou-

haitons proposer dans un futur proche des fonds d'impact investing sur ces différentes thématiques.

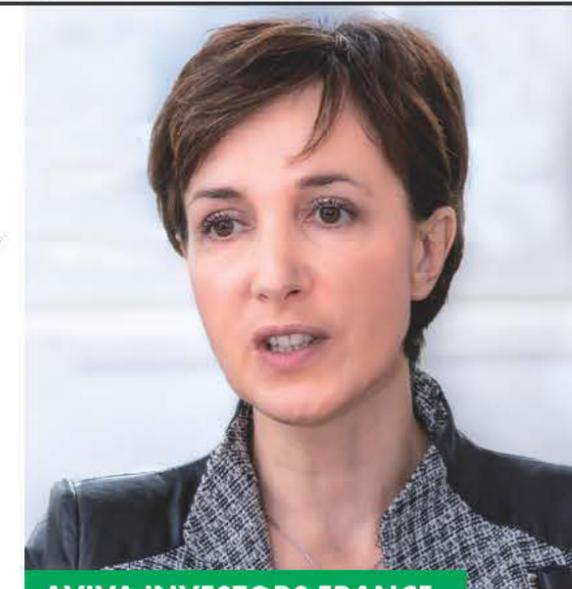
**Nathalie Pistre** : Les épargnants sont certes à la recherche de sens, mais pour autant la conception des produits qui répondent à ce besoin pose quelques difficultés. Il n'y a pas d'harmonisation entre les produits qui proposent tous des approches différentes de l'ESG. La Place a besoin d'avancer sur ce sujet afin de garantir que les produits verts ou ISR répondent bien aux objectifs qu'ils se sont fixés. Il faut aussi communiquer sur le fait que la performance peut éventuellement être impactée – surtout à court terme – par l'exclusion de secteurs ou d'émetteurs ayant des impacts sociaux ou environnementaux non désirables. Les assureurs dans le cadre de l'actif général connaissent bien ces problématiques, mais pas les particuliers qui y souscrivent via les UC. Le fonds souverain norvégien, par exemple, avait communiqué sur un coût en performance significatif lié à sa politique ISR, tout en confirmant en assumer les conséquences.

**Boutros Thiery** : En effet, c'est une demande de plus en plus forte des épargnants, qui peut prendre plusieurs formes : sur l'ESG, le climat, ou d'autres approches thématiques comme l'égalité homme/femme, l'intelligence artificielle, sur lesquelles des solutions existent. Sur l'ISR, la demande s'oriente de plus en plus fortement vers des stratégies d'impact, en comparaison aux stratégies best-in-class. Il est en effet difficile d'expliquer à une clientèle de particuliers pourquoi telle ou telle société fait partie d'un portefeuille alors qu'elle peut faire l'objet d'une polémique environnementale ou présenter une forte empreinte carbone. Nous cherchons tous à quantifier l'apport financier de critères ESG alors que ce n'est pas toujours possible. Notre approche vise à généraliser l'utilisation de données extra-financières dans toutes les gestions. Pourquoi se priver de cette source d'information, particulièrement pertinente, notamment en gestion des risques ? En parallèle, nous développons des solutions à fort impact environnemental ou social, plus facilement quantifiables vis-à-vis des investisseurs.

**Nathalie Pistre** : Nous prenons aussi en compte systématiquement les critères extra-financiers dans notre gestion et intégrons les éléments qui ont une matérialité, c'est-à-dire ceux qui ont un impact sur le profil de risque de l'émetteur. Ces analyses ont un apport certain en matière d'évaluation du risque, et nous les intégrons à toutes les classes d'actifs. Les critères ESG qui n'ont pas de matérialité relèvent dans ce cadre d'une politique ISR active que nous déployons sur certains fonds ou en adéquation avec la philosophie spécifique de nos investisseurs institutionnels. Il est donc important de communiquer clairement sur ce qui est fait auprès des particuliers. Enfin, pour convaincre les particuliers d'investir dans des actifs à risque et donc des UC, nous privilégions des fonds thématiques permettant de redonner du sens à l'acte d'épargne des investisseurs. A titre d'exemple, le secteur de

« Avec l'arrivée des nouvelles normes comptables (IFRS 9), il deviendra de moins en moins évident de vendre des fonds ouverts aux sociétés de gestion. »

**Véronique Cherret** a exercé chez JP Morgan et Morgan Stanley Paris en tant que commerciale spécialisée sur les produits obligataires. Elle rejoint ADI en 2002 en tant que responsable des ventes institutionnelles et co-responsable du développement à l'international, puis directeur du Business Development. En 2009, elle intègre Aviva Investors France en qualité de responsable clientèle institutionnelle France, puis elle devient responsable de la vente institutionnelle en Europe, et enfin directrice du développement d'Aviva Investors France depuis 2014. Véronique Cherret est titulaire d'un DESS banque-finances et d'un magistère banque-finances de l'université Paris II Panthéon-Assas.



**AVIVA INVESTORS FRANCE**

**VÉRONIQUE CHERRET, DIRECTRICE DU DÉVELOPPEMENT, MEMBRE DU DIRECTOIRE**

l'alimentaire et de la consommation est une de nos thématiques phares car elle est source de valeur ajoutée pour nos clients.

**Véronique Cherret** : Donner du sens à l'investissement, c'est aussi s'assurer d'une bonne adéquation des solutions proposées avec les besoins des épargnants. Nous devons former les réseaux de distribution à la notion de risque. Avec la collaboration d'Aviva Investors France, Aviva souhaite développer de plus en plus la gestion sous mandat qui permet de déléguer la gestion de l'allocation dans les UC et le risque associé pour les clients particuliers. Nous participons à de nombreuses actions de formation pour les réseaux, celles-ci deviennent indispensables compte tenu des nouvelles réglementations : la directive MIFID 2, qui insiste sur l'information du client et sa capacité à supporter le risque, la directive DDA, qui concerne les mêmes aspects appliqués à l'assurance. Face à ces obligations, les assureurs définissent différents profils de risque pour lesquels les gestionnaires d'actifs construisent et proposent des allocations dynamiques en UC. Pour répondre aux mêmes ambitions de gestion patrimoniale, nous croyons également à l'intérêt de la gestion multi-actifs qui propose une diversification



des sources de performance soit au sein d'une thématique, comme Afer Multi Foncier, soit sur un univers global et international. La gestion multi-actifs constitue aussi une façon de déléguer l'allocation et la gestion des risques de marché aux sociétés de gestion d'actifs. Le succès de la gestion flexible s'explique de cette façon. Elle constitue un moyen de donner de la latitude à la gestion à un moindre coût. En revanche, il faut accepter de s'en remettre aux gérants. Nous avons également réalisé des tests pour évaluer la pertinence d'utiliser des techniques de désensibilisation. La difficulté avec celles-ci est qu'elles sont fortement dépendantes de la configuration des marchés au moment de la souscription. Les réseaux mettent en place des stratégies pour lisser ce phénomène en proposant des souscriptions régulières, pour autant elles n'éliminent pas ce problème. Enfin, il faut prendre en compte dans notre démarche l'âge moyen des assurés : il ne revient pas au même de gérer un portefeuille détenu par des épargnants dont l'âge moyen est de 60 ans ou de 40 ans.

**L'innovation produit peut-elle aussi conduire les particuliers à prendre plus de risque ?**

**Nathalie Pistre :** L'innovation permet de proposer des produits avec des profils de risque différenciés, sur des classes d'actifs spécifiques ou avec des process de gestion différents. Cela peut certes amener à des produits avec un profil plus risqué mais pas uniquement. Dans les innovations actuelles, nous développons des fonds flexibles, capables de s'adapter aux différentes conditions de marché avec un risque maîtrisé. Notre attention portée à une construction de portefeuille rigoureuse et à des mesures de risques adaptées permet d'innover sans augmenter les risques pour l'investisseur. Enfin, l'intégration de critères extra-financiers «matériels» permet aux clients d'appréhender le risque de manière plus concrète et complète.

**Boutros Thiery :** Il faut prendre conscience du fait que nous ne pouvons pas orienter du jour au lendemain des clients habitués aux fonds en euros vers des actifs risqués en UC sans garantie associée. Il faut accompagner les particuliers, avec des gestions profilées, par exemple. Nous avons également ouvert une autre voie. Nous avons développé des produits en UC qui permettent de capter l'espérance de rendement des marchés, mais qui sont assortis d'une protection, gérée par nos équipes Structurés et Dérivés Assurance. De même que vous pouvez assurer une voiture ou une habitation, pourquoi ne pas assurer son épargne contre les aléas des marchés financiers ? Le même raisonnement est vrai sur l'actif général des sociétés d'assurance, où la recherche de rendement est associée à une prise de risque plus importante, qu'il est possible de prendre à condition de disposer d'une réelle marge de manœuvre, pour gérer les risques, réellement diversifier les portefeuilles et saisir les opportunités sur les marchés.

**Selma Bekkaoui :** Nous assistons en effet à l'émergence d'une nouvelle génération de produits. Toutefois, ces derniers

ont souvent un inconvénient : ils sont chers. Or, la réglementation PRIIPs, qui intègre de nouveaux reportings plus détaillés, va rendre à terme les produits beaucoup plus transparents en matière de frais et plus facilement comparables. Les particuliers pourront alors utilement arbitrer entre protection versus frais de gestion.

**Quelle est l'incidence du règlement PRIIPs sur l'offre des sociétés de gestion ?**

**Boutros Thiery :** Le règlement PRIIPs a jusqu'à présent eu une influence concrète pour les sociétés de gestion sur la transparence donnée sur les frais. En tant que gérant 100 % actif, nous cherchons à développer l'alignement d'intérêts des gérants et des clients à travers la mise en place de commissions de surperformance. Cette plus grande transparence sur les frais pourra donc certainement permettre de mieux comparer la valeur ajoutée réellement offerte par les gestions actives face aux gestions passives, et sur les gestions actives entre elles.

**Nathalie Pistre :** Les frais de gestion sont déjà orientés à la baisse de façon tendancielle au niveau des sociétés de gestion. Il ne faut pas oublier que les particuliers paient à la fois des frais de gestion et des frais de distribution.

**Les robo-advisors ne constituent-ils pas une solution aux problèmes d'allocation et à un moindre coût ?**

**Boutros Thiery :** Les robo advisors peuvent apporter des solutions intéressantes en matière de distribution, avec notamment des frais réduits. La distribution et le conseil peuvent être facilités par l'automatisation, et la digitalisation de la distribution peut permettre d'accompagner des jeunes générations vers des produits d'épargne. Plus généralement, la question de l'efficacité de la gestion réalisée par des robots-advisors peut se poser. Est-ce que des modèles quantitatifs peuvent suffire pour gérer des risques et détecter des opportunités ? L'Homme doit rester maître à bord et des modèles d'analyse quantitatifs doivent s'accompagner d'une réflexion humaine, plus fondamentale.

**Selma Bekkaoui :** Il n'y a pas d'opposition entre les robots et l'humain. Les premiers peuvent servir d'appui aux seconds. Nous avons récemment mené une expérience à partir de l'intelligence artificielle pour une société de gestion spécialisée dans les hedge funds. Nous avons essayé d'optimiser l'intégration de hedge funds dans une allocation d'actifs assurantielle en combinant trois critères : la performance, le risque et le ratio de SCR, ce dernier n'étant alors pas conçu comme une contrainte mais comme un objectif d'optimisation. Le programme a ainsi permis d'élargir l'univers des allocations optimales avec des résultats satisfaisants sur les trois critères, permettant ainsi une intervention décisionnelle humaine a posteriori sur la base des propositions de l'algorithme. ■

Propos recueillis par Sandra Sebag

**Le grand débat - L'actualité des sociétés**

**AVIVA INVESTORS FRANCE**  
Véronique Cherret, directrice du développement, membre du directoire



**Aviva Investors France : une expertise en gestion assurantielle également accessible aux clients tiers**

Aviva Investors est la dénomination commerciale de la branche de gestion d'actifs du groupe Aviva, l'un des plus importants assureurs mondiaux. Représenté dans 15 pays et comptant plus de 1 400 salariés, Aviva Investors gère près de 400 milliards d'euros d'actifs à fin 2017. Le groupe offre les avantages d'une dimension internationale combinée à des savoir-faire locaux. A Paris, Aviva Investors France est le pôle d'expertise sur les classes d'actifs de la zone euro. La société de gestion française gère 107,3 milliards d'euros (à fin 2017), notamment sur les marchés de taux et d'actions de la zone euro, ainsi qu'en gestion diversifiée. Un pôle Solutions vient compléter ces expertises pour répondre aux problématiques assurantielles (ALM, gestion sous contraintes réglementaires...). Aviva Investors France bénéficie d'une grande expertise en matière de gestion des fonds en euros, et gère notamment le fonds en euros de référence de l'AFER ainsi que des mandats variés pour le compte de clients institutionnels français. Sa gamme est composée de plus de 90 fonds de droits français auxquels s'ajoute une sélection de produits internationaux passés par la Sicav luxembourgeoise gérée par Aviva Investors Global Services Limited.

**PÉRICLÈS ACTUARIAL**  
Selma Bekkaoui, actuaire



**Périclès Actuarial développe des algorithmes pour accompagner les assureurs**

Périclès Actuarial, cabinet de conseil en actuariat, accompagne les compagnies d'assurance depuis de nombreuses années. Pour les aider dans leurs réflexions, il a mené récemment à la demande d'une société de gestion une étude technique sur la diversification du portefeuille d'actifs d'un assureur sous Solvabilité 2. Dans ce cadre, un critère de SCR est introduit en

complément du couple rendement/risque classique. Sur la base de ce triptyque ainsi constitué, le portefeuille est diversifié grâce à l'introduction d'investissements alternatifs de type hedge funds. La recherche de l'allocation optimale s'est effectuée par la résolution d'un programme d'optimisation multi-objectif, qui considère le risque et le SCR comme des objectifs à part entière et non comme de simples contraintes, et à l'aide d'un algorithme génétique élitiste qui permet de traiter efficacement les contraintes non linéaires comme le SCR Marché. Cette étude a permis de montrer que la répartition traditionnelle des placements des assureurs est moins performante, mais aussi plus risquée et plus coûteuse en SCR Marché que l'allocation de portefeuille obtenue grâce à l'optimisation multi-objectif. L'introduction du SCR aux objectifs d'optimisation a permis de prendre en compte une information supplémentaire qui n'est pas corrélée au risque et au rendement, produisant ainsi un nouveau compromis optimal entre exigences économiques et réglementaires.

### OSTRUM ASSET MANAGEMENT

Nathalie Pistre, directrice recherche quantitative, support et développement, en charge de la coordination de la plateforme assurance



## Ostrum Asset Management intègre l'ISR et la thématique du climat dans ses mandats assurantiels

Avec 178,5 milliards d'euros sous gestion pour le compte de clients assureurs au 31 décembre et plus de trente ans d'expérience, Ostrum Asset Management<sup>1</sup> est un acteur majeur de la gestion assurantielle en Europe. Pour répondre au mieux aux attentes de ses clients, la société de gestion a mis en place une plateforme dédiée qui offre de nombreux atouts : elle intègre les contraintes Solvabilité 2 en amont pour fournir à ses clients l'information sur le SCR Marché depuis son outil front propriétaire et va jusqu'à établir des reportings personnalisés. La plateforme accompagne aussi ses clients sur toutes les classes d'actifs traditionnelles (obligations, actions et multi-asset) ou alternatives, et leur offre notamment une expertise reconnue en gestion de dettes privées corporate et actifs réels (infrastructures, immobilier et aéronautique). Enfin, dans l'analyse des risques des actifs sous-jacents, elle prend en compte les critères extra-financiers ayant un impact sur le profil de risque des émetteurs et intègre également les critères extra-financiers dans les mandats de gestion selon les besoins des clients et leur philosophie carbone et/ou ISR spécifiques.

1. Ostrum Asset Management était précédemment appelé Natixis Asset Management.



### ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Boutros Thiery, directeur distribution assurance EMEA

## Allianz Global Investors aide les investisseurs à profiter du potentiel de rendement et de la liquidité des marchés actions

Dans un contexte de marché toujours complexe, les assureurs sont à la recherche de marges de manœuvre élargies dans leurs décisions d'investissement. Les marchés actions, liquides et potentiellement attractifs, restent peu utilisés dans les allocations stratégiques d'actifs. Allianz GI a la volonté de proposer une stratégie actions éprouvée, intégrant une protection systématique contre le risque de baisse à travers la stratégie Allianz Best Styles Euroland Equity Risk Control. Les gérants recherchent une diminution de la volatilité et de la perte maximale avec une couverture systématique du risque de baisse, tout en conservant le potentiel de hausse des marchés actions. Ils visent un coût en capital (SCR) réduit en moyenne de moitié pour les investisseurs soumis à Solvabilité 2 et avec une amélioration de la solvabilité ainsi qu'un niveau de protection encore plus important dans les phases de baisse de marché. Cette stratégie combine deux expertises phares du groupe Allianz Global Investors. Créée en 1999, la stratégie Allianz Best Styles Euroland Equity offre une exposition pure sans biais de style, de secteur ou de zone géographique au marché des actions de la zone euro. Elle est associée à une stratégie de couverture activement gérée par une équipe spécialisée sur les produits dérivés et structurés appliqués à l'assurance.