

**Analyse financière**  
LA REVUE DE LA SOCIÉTÉ FRANÇAISE DES ANALYSTES FINANCIERS

AVRIL | MAI | JUIN 2019 ■ 47 €

**71**

MÉTIER  
VOUS AVEZ DIT  
IMPACT  
INVESTING ?

DDA

DOSSIER

**L'Assurance**  
*redessine son modèle*

DIGITAL

SOLVANCY  
2

ASSURTECH

IFRS  
17

ACTUALITÉS  
OPÉRATIONS  
DE TITRISATION  
« Y A COMME  
UN DÉFAUT ... »

RISQUE  
ESG

RISQUE  
CYBER

## Analyse financière

LE JOURNAL DE L'ANALYSE FINANCIÈRE ET DES ASSURÉS

71

REVUE ÉDITÉE PAR LA SFAF  
(SOCIÉTÉ FRANÇAISE  
DES ANALYSTES FINANCIERS)

### SFAF

135, boulevard Haussmann - 75008 Paris  
Tél. : 01 56 43 43 10  
Télécopie : 01 56 43 43 15  
Internet : www.sfaf.com  
Newsletter : analysefinanciere.org

DIRECTEUR DE LA PUBLICATION  
Thierry Giami

### COMITÉ DE RÉDACTION

Responsable : Michèle Hénaff  
Bruno Beauvois, Anne Bechet, Stéphane Bellanger, Marina Bonnamour, Patrick Bord, Anne-Marie Borderie, Jean-Christophe Cotta, M. Nicolas J. Firzli, Marine Frérot, Thierry Giami, Jean-Yves Léger, Martine Léonard, Antoine de Montille, Pascale Mourvillier, Nicolas Muzard, Antoine Nodet.

### ONT PARTICIPÉ À CE NUMÉRO

Eden Agbojan, Cyrille Antignac, Bruno Beauvois, Anne Bechet, Sandra Bernard-Colinet, Sylvère Bianchin-Fabre, Christophe Bourguignat, Mails Cantzler, Nicolas Chaine, Laurent Charon, Tanguy Claquin, Charles Cornut, Lior Derhy, Laurent Devineau, David Dubois, Virginie Dulchain, Magali Duval, M. Nicolas J. Firzli, Paul-Laurent Ferreri, Philippe Foulquier, Pierre Gaches., Thierry Giami, Isabelle Guénard-Malaussène, Michèle Hénaff, Louis-Victor d'Herbès, Patrice Kalfon, Prof. W. Jean J. Kwon, Élise Leclerc, Jean-Yves Léger, Julien Maldonato, Pierre-Grégoire Marly, Gaël Marteau, Laurence Méhaignerie, Accsana Mendes, Mathilde Pellizzari, Michel Piermay, Jean-Florent Rérolle, Olivier Salustro, Thierry Sibieude, Élisabeth Thiolas, Guillaume de Vauxmoret, Richard Weiss, Dimitris Zafeiris, Sophie Zellmeyer.

### RÉDACTRICE EN CHEF

Michèle Hénaff  
(01 56 43 43 21 - mhenaff@sfaf.com)

### RÉALISATION : Calligrammes

Coordination éditoriale :  
Nicolas Muzard (01 46 03 11 96  
n.muzard@calligrammes.fr)

Illustration de couverture :  
Marine Manlay - www.marinemanlay.fr  
Impression : Imprimerie Snel - Liège (Belgique)

### DIFFUSION - PARTENARIATS - ABONNEMENTS

Marine Frérot  
(01 56 43 43 18 - mfrerot@sfaf.com)  
Bulletin d'abonnement en page 5

### PUBLICITÉ

Société OSC  
Xavier Duval - 01 85 08 76 91  
xavier.duval@osc-ad.com

Éditeur, propriétaire du titre : SFAF  
Association loi 1901

N° commission paritaire :

CPPAP 1222 G 81179

N° ISSN : 0153-9841

Date de dépôt légal : à parution



LE JOURNAL DE L'ANALYSE FINANCIÈRE  
DES ANALYSTES FINANCIERS

# sommaire

## ÉDITO

- 3 Évolution et diversification de l'analyse financière  
PAR THIERRY GIAMI, PRÉSIDENT DE LA SFAF

## ACTUALITÉ

- 4 Le rachat d'actions : oui... sous conditions  
PAR JEAN-FLORENT RÉROLLE, MORROW SODALI
- 7 La Bourse et l'entreprise familiale ou indépendante, la prudence est reine  
PAR LOUIS-VICTOR D'HERBÈS, IBI
- 9 Opérations de titrisation, « y a comme un défaut... »  
PAR RICHARD WEISS, GROUPE GTI ET CHARLES CORNUT, AGENCE PUBLIQUE DE RÉOLUTION BANCAIRE EN ANDORRE ET GTI-AM.
- 11 Crowdfunding 2018 : croissance ralentie et structuration en cours  
PAR JEAN-YVES LÉGER, CONSULTANT EN COMMUNICATION
- 13 Réforme de l'audit au Royaume-Uni : attention aux dangers de l'hyper concentration  
PAR OLIVIER SALUSTRO, SALUSTRO & ASSOCIÉS

## FOCUS MÉTIERS

- 56 L'Impact investing, une stratégie d'investissement
- 57 Impact investing, une logique d'investissement en quête de sens  
PAR SANDRA BERNARD-COLINET, GROUPE DE TRAVAIL IMPACT INVESTING DE LA SFAF
- 60 La microfinance : retours d'expérience pour l'Impact investing  
PAR GAËL MARTEAU, OIKOCREDIT INTERNATIONAL ET PIERRE GACHES, SIDI
- 62 Évaluer l'impact social : le fondement de tout investissement à impact  
PAR ÉLISE LECLERC ET THIERRY SIBIEUDE, ESSEC
- 64 L'expérience du capital-investissement dans l'Impact investing : regards croisés  
ENTRETIEN AVEC LAURENCE MÉHAIGNERIE, CITIZEN CAPITAL ET CYRILLE ANTIGNAC, UBERIS, PAR MAGALI DUVAL
- 66 Le marché des obligations vertes et sociales : au-delà de la simple prise de conscience ?  
PAR TANGUY CLAQUIN ET ACCSANA MENDES, CRÉDIT AGRICOLE CIB
- 68 Les fonds solidaires 90-10 dans le paysage de l'Impact investing  
PAR ISABELLE GUÉNARD-MALAUSSÈNE, FINANSOL ET GUILLAUME DE VAUXMORET, ECOFI INVESTISSEMENTS

## TECHNIQUE ET RECHERCHES

- 70 Les entreprises sociales, force de changement  
PAR THIERRY SIBIEUDE, ESSEC

## DOSSIER

### L'ASSURANCE DOIT REVOIR SON MODÈLE

- 16 « LE SECTEUR ASSURANTIEL DOIT FAIRE ÉVOLUER SA CHAÎNE DE VALEUR »  
ENTRETIEN AVEC JULIEN MALDONATO, DELOITTE, PAR MICHÈLE HÉNAFF
- 19 BREXIT ET ASSURANCE  
PAR PIERRE-GRÉGOIRE MARLY, UNIVERSITÉ DU MANS ET UNIVERSITÉ PARIS-SORBONNE
- 20 « POUR UNE PROFESSION ACTUARIELLE MULTI-DISCIPLINAIRE ET CROSS BORDER »  
ENTRETIEN AVEC DAVID DUBOIS, INSTITUT DES ACTUAIRES, PAR MICHÈLE HÉNAFF
- 23 EMERGING RISKS FOR EUROPEAN INSURERS  
PAR DIMITRIS ZAFEIRIS, EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY (EIOPA)
- 25 LE RISQUE DE LONGÉVITÉ : DE NOUVEAUX DÉFIS POUR LE MARCHÉ DE L'ASSURANCE  
PAR LAURENT DEVINEAU, ACTUARIS
- 28 THE FUTURE SHAPE OF INSURANCE AND RISK MANAGEMENT IN THE CYBER-PHYSICAL SPACE  
PAR PROF. W. JEAN J. KWON, THE COLLEGE OF INSURANCE
- 31 ASSURANCE CYBER, DES PREMIÈRES RÉPONSES INSUFFISANTES  
PAR NICOLAS CHAINE ET SYLVÈRE BIANCHIN-FABRE, JULHET STERWEN
- 32 SOLVABILITÉ II : MOINS DE CAPITAL POUR LA DÉTENTION D'ACTIONS ?  
PAR MICHEL PIERMAY ET ÉLISABETH THIOLAS, FIXAGE
- 34 ÉVALUER UNE SOCIÉTÉ D'ASSURANCE OU UNE MUTUELLE DANS L'ENVIRONNEMENT SOLVABILITÉ II  
PAR PHILIPPE FOULQUIER, EDHEC
- 37 IFRS 17, N'OUBLIONS PAS L'OBJECTIF !  
PAR PATRICE KALFON, ELLIS ALLIANCE
- 39 IFRS 17 ET IFRS 9 : QUELS LEVIERS À DISPOSITION DES ASSUREURS ?  
PAR PAUL-LAURENT FERRERI, FIXAGE
- 41 AG2R LA MONDIALE : DE L'INNOVATION À L'OPEN INNOVATION  
ENTRETIEN AVEC VIRGINIE DULCHAIN ET LAURENT CHARON, AG2R LA MONDIALE, PAR MICHÈLE HÉNAFF
- 43 LES INSURTECH, UN SEGMENT DE POIDS DANS LA FINTECH  
PAR SOPHIE ZELLMAYER, EXTON CONSULTING ET LIOR DERHY, NEWALPHA.AM
- 45 ZELROS OU L'IA POUR UN ASSUREUR AUGMENTÉ  
ENTRETIEN AVEC CHRISTOPHE BOURGUIGNAT, ZELROS, PAR MICHÈLE HÉNAFF
- 46 LA GESTION D'ACTIFS DANS L'ASSURANCE : LA MUTATION EST EN COURS  
PAR EDEN AGBOJAN, EY
- 49 INTÉGRATION DES CRITÈRES ESG-CLIMAT : QUEL BILAN POUR LES ASSUREURS ?  
PAR ANNE BECHET
- 50 PILOTAGE D'UNE MUTUELLE D'ASSURANCE AU XXI<sup>e</sup> SIÈCLE ET CRÉATION DE VALEUR POUR SES SOCIÉTAIRES  
PAR PHILIPPE FOULQUIER, EDHEC
- 54 LIFE INSURANCE AND ECONOMIC NATIONALISM IN MAINLAND EUROPE AND NORTHEAST ASIA  
PAR M. NICOLAS J. FIRZLI, THE WORLD PENSIONS COUNCIL

## Opérations de titrisation, «y a comme un défaut...»

Depuis la crise de 2008, la technique de la titrisation suscite bien des interrogations. Face à la foisonnante réglementation, Richard Weiss et Charles Cornut tirent ici la sonnette d'alarme. Selon ces deux professionnels reconnus des marchés financiers, la standardisation, via la réglementation, a transformé la titrisation en outil fadasse de gestion des bilans bancaires plutôt qu'un moyen efficient de financement alternatif de l'économie réelle.

**e**n application du règlement EU n° 596/2014, l'ESMA (*European Securities and Markets Authority*) a publié le 22 août 2018, pour une entrée en vigueur en janvier 2019, les règles d'information applicables aux opérations de titrisation « simples, transparentes et standardisées » (STS). On ne peut qu'admirer le souci du détail de ce texte de 339 pages qui intègre 17 annexes, l'annexe 11 comportant pour sa part 49 rubriques et l'annexe 13 elle-même seulement 24 ! Heureusement, ce texte a été complété le 31 janvier 2019, moins de six mois après sa publication, par une opinion modificative de 306 pages où ces annexes ont vu leur nombre de rubriques diminuer à 44 et 16, l'annexe 2 remportant la coupe avec 227 rubriques. Ce texte parachève ainsi la « normalisation » des opérations de titrisation dites STS. Pourquoi un tel souci de normalisation ? Que devient la titrisation, vecteur d'innovation et de liberté par excellence, dans ce monde financier bureaucraté à l'extrême ? Y a-t-il encore une place pour une titrisation de qualité qui remplirait pleinement

son rôle d'ajustement souple et rigoureux, adapté à la recherche d'un équilibre plus complet entre créanciers et débiteurs ?

La repentance, presque caricaturale, des autorités explique sans doute l'abondance et la densité de ce nouveau carcan réglementaire de la titrisation visant à contenir l'insouciance ou l'incompétence de certains opérateurs qu'il faut protéger de leurs graves bévues dans le futur.

Il est vrai que la « crise » financière de 2008 a illustré à merveille les conséquences désastreuses de ces erreurs ou incompréhensions (parfois complices) des risques contenus dans certaines opérations de titrisation, opérations bien souvent initiées avec un talent remarquable et profitant de l'aveuglement ou de la naïveté des acquéreurs. Heureusement, le règlement européen nous sauve en imposant à un investisseur, grâce à un discours de 19 pages, de connaître ce qu'il achète.

### STANDARDISATION VIA RÉGLEMENTATION

Cette « crise » et, surtout, certains graves abus incontestables ayant détruit l'image de la titrisation

comme mode alternatif de financement de l'économie réelle, les autorités ont peu à peu voulu ressusciter cette technique en l'entourant de multiples précautions et, donc, de contraintes dont on ne peut que constater maintenant à la fois le raffinement mais aussi l'éloignement d'un réalisme pratique de bon aloi.

Car lorsqu'on considère, par exemple, les normes de présentation proposées par l'ESMA, avec les 49 rubriques de son annexe 11, on sent bien la nécessité impérieuse pour les opérateurs comme pour les *back-office* de disposer d'un talent d'épépineur de groseilles bureaucratique bien affirmé pour trouver la bonne information, puis la bonne case où la placer, en espérant que cela s'avère possible... On ne peut que légitimement s'interroger sur les degrés de liberté qui subsisteraient au vu de cette représentation si caricaturale de l'activité de titrisation, qui est en soi la liberté de créer et d'innover.

En pratique, un transfert de responsabilités s'opère ainsi vers les autorités réglementaires et de contrôle (bien souvent très proches) qui s'approprient toute la latitude et



**RICHARD WEISS A FONDÉ LE GROUPE GTI EN 1989.**

Depuis sa création, le groupe se développe en introduisant des innovations dans le monde de la titrisation, destinées exclusivement à financer l'économie. Richard Weiss a importé en France la mise en œuvre de la titrisation (autorisée seulement en 1988), en réalisant les premières opérations portant sur des prêts immobiliers (Crédit Foncier, Crédit Lyonnais). Il a commencé sa carrière chez McKinsey à Paris puis à New York, avant de se spécialiser dans le domaine de la titrisation. En 1982, alors chez Lepercq, de Neufize, il réalise à New York les premières opérations de titrisation de prêts immobiliers non garantis par une agence fédérale. Puis, il développe les opérations d'arbitrage au sein de Smith Barney (New York) avant de prendre la présidence de Financial Product and Services (opérations de titrisation privées).

Richard Weiss est diplômé de l'École Polytechnique et de la Sloan School of Management (au MIT) où il a enseigné l'économie aux côtés de Franco Modigliani.



**CHARLES CORNUT EST ADMINISTRATEUR DE L'AGENCE PUBLIQUE DE RÉGULATION BANCAIRE EN ANDORRE ET ADMINISTRATEUR DE GTI-AM.**

Ingénieur, il a commencé sa carrière en province au ministère de l'Agriculture avant de travailler à la direction de la Prévision puis à la direction du Trésor au ministère de l'Économie et des Finances. En 1984, il est nommé directeur des affaires bancaires de l'Association Française des Banques puis, en 1992, délégué général adjoint. En 1999, il est nommé président du Fonds de garantie des dépôts dont il assume la mise en place. En 2010, il est nommé à la commission des sanctions de l'ACP, devenue ACPR.

la réflexion des intervenants mais, à la prochaine anicroche, certains n'hésiteront pas à leur en faire le reproche et leur en faire supporter à nouveau les conséquences néfastes. Cette standardisation, via la réglementation, a transformé la titrisation en outil de gestion des bilans bancaires plutôt qu'un moyen efficient de financement alternatif de l'économie réelle: la titrisation ne peut plus remplir un véritable rôle d'ajustement des capacités d'investissement et d'endettement en particulier en faveur des entreprises petites et moyennes qui auraient là une possibilité d'échapper au carcan des modes classiques de financement. La titrisation a vu fondre les volumes d'émission et les titres émis sont, pour la plupart, conservés par les banques pour servir de collatéral au refinancement par la BCE. L'AFME (*Association of Financial Markets in Europe*) explique le léger regain en 2018 par la volonté de devancer l'entrée en vigueur, au 1<sup>er</sup> janvier 2019, des exigences d'information. À fin janvier, aucune opération n'avait encore eu lieu en 2019! Ces volumes illustrent l'atrophie du marché libre de la titrisation, faisant perdre une possibilité réelle de financement de l'économie et un potentiel de gains accrus pour les investisseurs compétents qui auraient préféré une meilleure rémunération de leurs avoirs avec des risques mesurés plutôt qu'une rémunération négative.

#### POUR UNE TITRISATION DE QUALITÉ

Sans doute l'exceptionnel détail et la densité des contraintes pesant sur les opérations de titrisation (STS, rétention, *tranching* et, maintenant, information à donner) donnent l'apparence de protéger la stabilité du

système bancaire et financier et protège par là même les diverses autorités concernées et les opérateurs. Mais comment faire rentrer dans un tel carcan réglementaire un projet de financement, parfois un peu original conformément aux besoins exprimés souvent par les entreprises ou les investisseurs, sauf à se rappeler l'histoire du tailleur racontée par Fernand Raynaud il y a bien longtemps et que sans doute beaucoup de gens ont oublié... *Ya comme un défaut!* Une titrisation de qualité menée professionnellement paraît pourtant indispensable dans un paysage du financement de l'économie dominé par un système bancaire devenu plus rigide lui aussi car lui-même est aussi envahi par une bureaucratie galopante propice à toujours plus de normes mais aussi, par là même, source de déresponsabilisation. Pour éviter l'effet tailleur cher à Fernand Raynaud, tailleur paraissant compétent pour avoir réussi un costume allant en apparence parfaitement bien à quelqu'un qui, en réalité, a dû prendre une allure complètement anormale et dégingandée pour rentrer dans ce costume, comment faire vivre une titri-

sation de qualité qui, parce qu'elle vise à une adaptation constante et sur mesure des besoins bien déterminés, devrait échapper à tout excès de normalisation?

#### DE LA NÉCESSITÉ DE FINANCER L'ÉCONOMIE

Une normalisation détaillée n'est vraiment nécessaire que pour des acteurs incapables de mener eux-mêmes une réflexion indépendante. Pour répondre efficacement aux besoins si divers de financement de l'économie comme à la prise de risques différenciée, la titrisation doit garder la possibilité d'être un art et non plus un simple exercice de QCM. Mais ce souci d'un bon gouvernement du financement de l'économie est-il un véritable objectif des autorités? Ou bien l'objectif est-il de faciliter le contrôle et, dans ce cas, la crise nouvelle s'en trouve aussi facilitée. Il existe sans doute des situations où cette avalanche normative peut être utile, mais il faut aussi s'interroger sur l'avenir de la voie empruntée par les autorités: permettra-t-elle, enfin, une réelle diversification des modes de financement de l'économie? Ce n'est pas évident car tout concourt à

l'accroissement du monopole bancaire dont les petites et moyennes entreprises en particulier vont rester largement prisonnières. C'est pourtant d'une diversification indispensable que naîtra une concurrence plus saine et une répartition plus grande des prises de risque, seule véritable voie plus équilibrée et, donc, plus sûre. ■

#### SECURIZATIONS DEAL WITH OVERWHELMING CONSTRAINTS

On August 22nd 2018, ESMA published its technical bulletin describing through 339 pages, information requirements for "Simple, Transparent and Standardised" securitizations. On January 31 2019, another set of 306 pages has been published. The authors question the coherence of such heavy and overwhelming constraints on a product whose main purpose and advantages are its adaptability to situations where traditional players cannot venture.

Richard Weiss  
and Charles Cornut  
La revue Analyse financière  
April 2019 - [www.sfaf.com](http://www.sfaf.com)  
[analysefinanciere.org](http://analysefinanciere.org)

