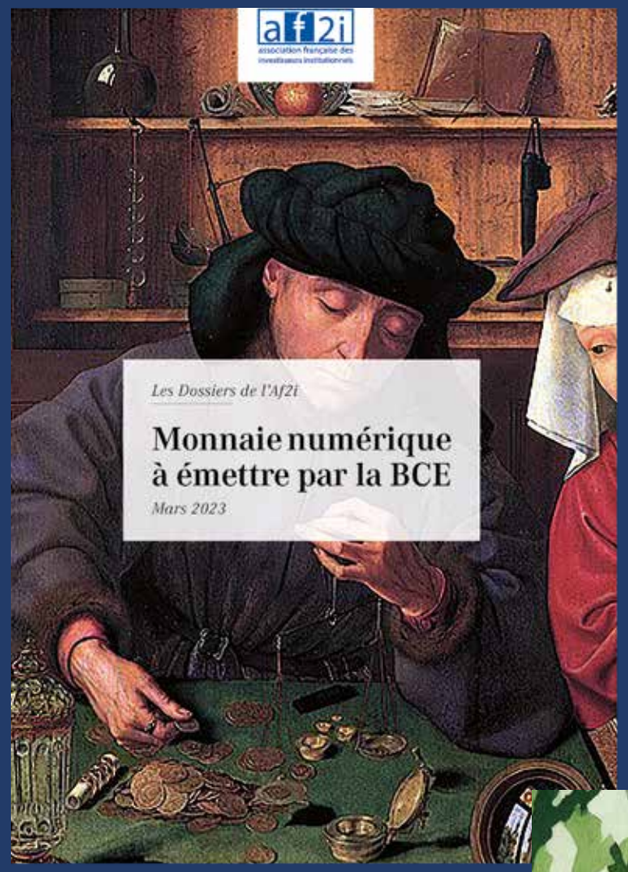
aff2i
association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 72

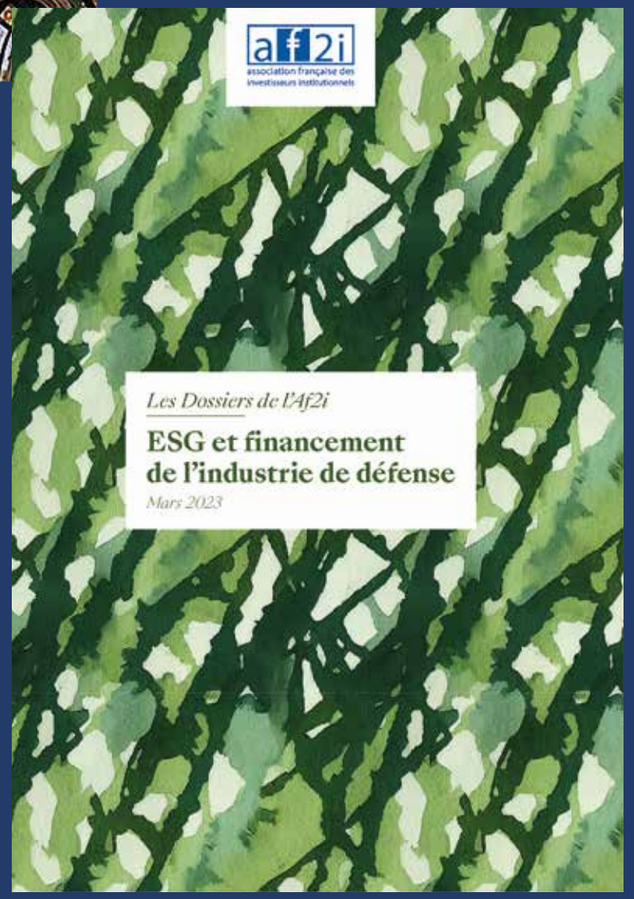
Avril 2024

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

© Photo Hubert Raguenaud



Consultez les derniers dossiers de l'Af2i



Disponibles sur notre site Internet

www.af2i.org

Un nouveau printemps ou un futur hiver ?

L'Af2i entre une nouvelle fois dans le printemps de façon très réussie avec la 3e édition de Time to change, en retrouvant un grand nombre de ses membres et partenaires à Deauville.
Nous vivons des temps où la transition climatique et les objectifs ESG en général, s'inscrivent à la fois, dans la réalité et le quotidien de beaucoup d'acteurs, mais aussi dans le renforcement des hostilités structurées, notamment, aux Etats-Unis. Il était donc utile de partager sur toutes les nombreuses thématiques : durabilité, climat, impact et réglementations vertes.
Mais les transitions engagées au nom de l'abandon d'un régime d'activité et de croissance jugée insoutenable, se font dans un contexte de plus en plus troublé.

Les menaces géopolitiques, les bouleversements des équilibres politiques dans les pays viennent compliquer l'exercice des décideurs politiques et économiques et donc des investisseurs. L'Europe est tout particulièrement en situation difficile.
Après avoir pris position, par exemple, sur une analyse en double matérialité de l'impact écologique des activités des entreprises, sa position soutenue par de nombreux acteurs européens et notamment l'Af2i, est handicapée par la fragilisation de son économie.
En effet, trois principales menaces pèsent sur son existence. Chacune s'applique à trois politiques structurantes de l'Europe : une défense reposant quasi exclusivement sur l'OTAN, un choix de mix énergétique calqué sur celui de l'Allemagne et enfin une stratégie internationale fondée sur le libre-échange.
Ces trois thèmes sont bien connus mais n'en sont pas moins difficiles à traiter ou à intégrer dans des choix d'investissement. Si on les parcourt rapidement :

1/ la première menace est le retour au premier plan de la géostratégie.
Elle n'avait pas disparu des réflexions mais le modèle d'un monde structuré par la domination économique, financière et culturelle américaine, accélérée par le développement des GAFAM et donc des cyber relations, avait semblé être irrépressible et durable. En cette fin du XXe siècle, ce mouvement avait donc réinstallé ce que l'historien Immanuel Wallerstein, appelait une économie-monde.

Toutefois les observateurs attentifs avaient noté non seulement la montée d'un discours de plus en plus dur vis à vis de la Russie mais aussi la mise en place dès la présidence d'Obama, de dispositifs de plus en plus contraignants visant la Chine. Et de ce fait, les spectaculaires décisions du Président Trump (relèvement des droits de douane, interdiction d'exportations de biens stratégiques...), ont été non seulement maintenues par le président Biden mais aussi amplifiés.
L'attaque russe en Ukraine a bouleversé ce contexte en apparence serein. L'Europe a dorénavant une guerre d'importance à ses portes. La politique européenne de défense fondée sur l'OTAN implique de facto tous les pays européens dans le conflit. Mais cette politique a eu aussi pour conséquence non seulement, le retour en force des Etats-Unis dans les choix politiques et stratégiques européens, mais aussi, de renforcer leur capacité à imposer des choix de matériels de guerre et hélas, des référentiels financiers.
La poursuite de la guerre et l'implication accentuée de l'Europe pose la question : est-ce que la grande transformation de l'économie sera-t-elle écologique ou le passage dans une économie sinon de guerre du moins d'armement ?

2/ le deuxième point est la conséquence des choix européens en termes de mix énergétiques, calés sur ceux promus par l'Allemagne.
Fondé sur le rejet de toute utilisation du nucléaire pour la production d'électricité décarbonée et le lancement d'une politique de production d'électricité à base d'énergie renouvelable et de gaz russe, ce mix a été frappé de plein fouet par l'effet des sanctions contre la Russie.
Un choc de prix de l'énergie principalement électrique, a donc secoué les activités industrielles européennes. Ce choc, a eu une intensité analogue au choc pétrolier.
Les conséquences de ce choc ont été aggravées par la conception d'un marché de l'électricité européen dont les principes (merit order), adoptés dans une situation de capacités de productions excédentaires, se sont révélés désastreux, dans un marché déjà en situation de déséquilibre par une insuffisance de production et après le choc que fut la réduction drastique

des achats de gaz à la Russie. Ce choc gazier ne fut comblé que par un couteux appel à du GNL américain issu de l'exploitation par fracturation de sols (le fameux gaz de schiste ce qui est un comble sur le plan écologique), ou le détournement de GNL du Moyen Orient donnant quelques effets d'aubaine non seulement aux Etats-Unis mais aussi à la Chine et à l'Inde.

Or la production d'électricité à bas prix est une des conditions essentielles du succès à la fois de la transition énergétique et d'une réindustrialisation pour répondre aux enjeux de la transformation des activités et le retour à une situation de souveraineté plus assurée dans des domaines jugés stratégiques. Cette situation rend encore plus incertaine les rentabilités des investissements industriels que seront amenés à financer les investisseurs institutionnels.

Cette compétitivité est incontournable car elle est la conséquence de l'organisation européenne des échanges internationaux. Ce qui introduit le troisième point.

3/ **L'organisation des échanges avec les autres zones économiques fondée sur l'ouverture des marchés européens** parait de plus en plus en décalage avec les contraintes pesant sur les différents secteurs d'activités européens.

Les producteurs européens largement internationalisés font face en Europe à des injonctions contradictoires : une énergie chère, des contraintes généralement couteuses de transformation de leurs process et une concurrence redoublée des autres zones bénéficiant de prix de l'énergie beaucoup plus faibles et de contraintes plus réduites, voire, de stratégies de dumping.

Or, en Europe, contrairement aux Etats-Unis, l'activité ne pourra pas être durablement soutenue par une accentuation des déficits et donc de l'endettement, je crois que je n'ai pas besoin de développer cet aspect. Le risque est donc une contraction durable des activités permettant, certes, d'atteindre des objectifs de réduction de l'empreinte écologique des activités, mais non pas comme le fruit d'une transformation pilotée, mais comme le résultat d'un échec économique. Cet échec éventuel, ou cet étouffement des activités auraient de graves conséquences et fragiliserait de larges parties des populations et donc renforcerait des contestations politiques.

> “ Les menaces géopolitiques, les bouleversements des équilibres politiques dans les pays, viennent compliquer l'exercice des décideurs politiques et économiques et donc des investisseurs.

Face à ce danger la capacité de réaction de la Commission européenne est faible, car historiquement elle a davantage recherché l'application de principes généraux (marchés unique, libre circulation, libre échange...), ou pris des décisions d'urgence, que fait des choix de politiques pragmatiques.

Ma conclusion à ce propos sera de dire que pour l'Europe, le Conseil européen et la Commission européenne, ce sera également pour eux aussi : « it's time to change ».

Dans ce 72e numéro de votre revue, vous trouverez des expressions des préoccupations à travers trois articles principaux :

Le premier, sous la plume de Mireille Aubry, présente et analyse la première étape de la « révision 2020 » de Solvabilité II : va-t-elle dans le bon sens pour faciliter l'investissement de long terme du secteur assurantiel ? Permettra-t-elle de dégager des marges pour financer la transition énergétique ? Les réponses ne sont pas évidentes : à vous de juger.

Le second, traite d'un des thèmes du dernier Club de Prospective Af2i : la réindustrialisation, Olivier Arroua, répond à la question quelle stratégie pour la France ?

Le troisième article, aborde le thème de la cybersécurité des émetteurs de titres. Leroy Terrelongue présente une étude de Moody's sur ce thème nouveau, pour apprécier le risque de crédit, sujet évidemment au cœur de l'attention des investisseurs.

Bonne lecture !

SOMMAIRE

3 Edito

6 Directive Solvabilité II et IRRD :
une étape clé de franchie

12 Réindustrialisation
Quelle stratégie pour la France ?

16 Cybersécurité
Risque et implications pour le crédit

22 Soirée des voeux
Retour en images

25 Entretiens de la Finance Durable
Succès de la 2e édition

26 Prix Turgot
Les lauréats 2024

28 Revue de presse

30 Bonnes feuilles

32 La vie de l'Af2i

L'Af2i
Association Française des Investisseurs Institutionnels
58, rue de Lisbonne 75008 Paris
Association régie par la loi du 1er juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

Contacts
Hubert Rodarie, Président
Éric Sidot, Délégué général
Christelle Pattegay, Responsable administratif
Lætitia Coly, Chef de projet éditorial
af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0) 1 42 96 25 36

Suivez-nous sur LinkedIn

Directive Solvabilité II et IRRD

Une étape clé de franchie

Mireille AUBRY
Directrice Veille et Normes Prudentielles, groupe COVEA

La directive Solvabilité II qui régit les activités d'assurances, a introduit un changement majeur dans le calcul des montants des fonds propres minimum exigés par la réglementation avec la prise en compte des portefeuilles d'investissement détenus par les compagnies d'assurance. *Votée en 2009, appliquée en 2016, Solvabilité II prévoyait deux clauses de révision. La deuxième révision dite « Révision 2020 », a franchi une étape majeure fin 2023 et en ce début de l'année 2024. A noter que l'Af2i a participé aux consultations en mai 2021 à la Commission Européenne en envoyant un courrier d'analyses et de propositions, avec une note scientifique à l'appui, sur les hypothèses sous jacentes à la modélisation des actifs utilisée par Solvabilité II et leurs adéquations aux deux objectifs de l'Union Européenne de stabilité financière et de durabilité.*

Le processus a été particulièrement long. Il est toujours en cours. Nous avons donc demandé à Mireille Aubry de faire un point synthétique, mais détaillé des décisions et de leurs éventuels conséquences. Nous la remercions vivement pour cette note, certes un peu technique, mais importante tant le rôle des assureurs dans l'investissement institutionnel est important en France.
Pour l'Af2i qui est attachée à promouvoir les capacités d'investissement à long terme des assureurs, à la lecture de ce qui suit, cette révision comporte un nombre appréciable d'avancées notamment pour le traitement des actions et la recherche d'une certaine neutralité dans l'évolution des paramètres pour le traitement des produits de taux.

Toutefois l'Af2i ne peut que réitérer son diagnostic sur les contraintes et les limites du calcul du profil de risque des portefeuilles d'actifs qui résultent des hypothèses utilisées pour la modélisation des actifs dans Solvabilité II. En particulier le dispositif n'est pas adapté pour y inclure des appréciations des risques de durabilité des investissements[2].
En conséquence, nous attirons l'attention sur le risque de perte de pertinence des résultats quantitatifs du pilier 1, en cas d'introduction de correctifs ou de biais dans les paramètres liés à des objectifs de politiques globales et qui ne seraient pas adossés sur des observations en cohérence avec les hypothèses des modèles sous-jacents. **Af2i**

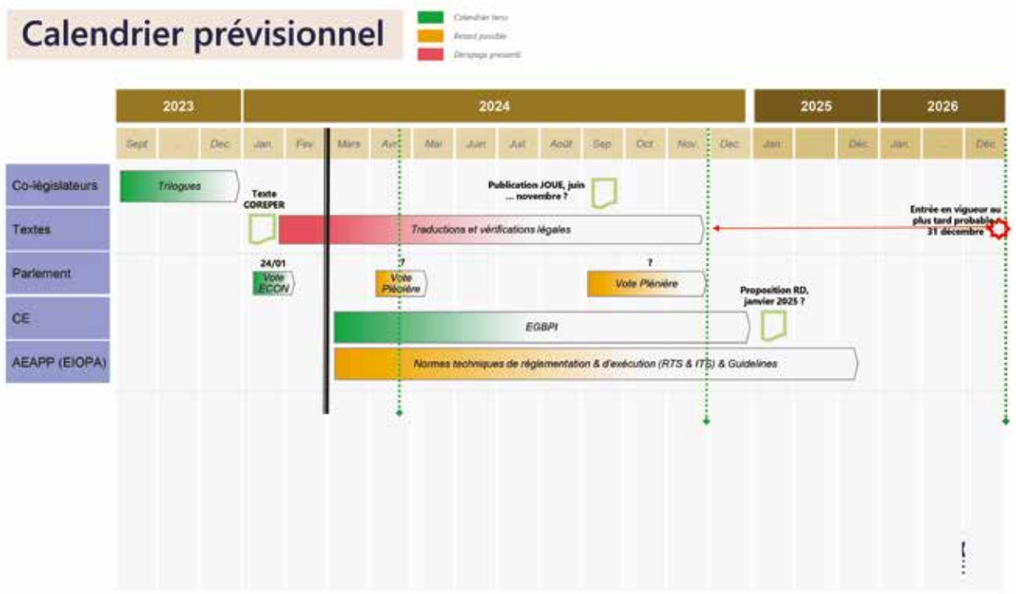
A. Rappel du processus législatif et calendrier

La commission ECON du Parlement Européen (PE), a approuvé le 29 janvier 2024, les textes de compromis finaux entre les co-législateurs sur la Directive Solvabilité II et la nouvelle Directive IRRD. Les négociations du Trilogue (Parlement Européen, Conseil Européen et Commission Européenne), s'étaient achevées les 13 et 14 décembre 2023 et les deux textes ont été publiés à la suite de l'accord intervenu en COREPER le 19 janvier 2024. Les membres de l'ECON ont voté par 32 voix pour, 1 voix contre et 1 abstention pour la Directive Solvabilité II. La directive sur le rétablissement et la résolution (IRRD) a été approuvée par 30 voix pour et 4 abstentions.

La dernière étape sera le vote en séance plénière du Parlement Européen avec une incertitude sur la date compte tenu de l'embouteillage législatif faisant peser des contraintes sur les délais de traduction et vérification des textes.

Les travaux sur le niveau 2 (Règlement Délégué ou RD), sont à la main de la Commission Européenne (CE), laquelle a prévenu qu'elle ne partagera pas de calendrier prévisionnel mais que ses réunions d'experts EGBPI[1] devraient démarrer en mars. La CE ne pourra faire aucune proposition de texte avant la publication de la Directive au Journal Officiel de l'Union Européenne (JOUE) : date que l'on peut situer entre avril et novembre 2024.

Les propositions législatives sur le RD interviendraient au plus tôt début 2025.
Enfin, l'Autorité Européenne des Assurances et des Pensions Professionnelles (AEAPP ou EIOPA en anglais), est en charge des normes techniques de réglementation et d'exécution (RTS & ITS). En charge de nombreux dossiers, l'AEAPP a prévenu que sa charge de travail très importante la conduira à étaler les travaux.



[1] *EGBPI Expert Group on Banking, Payments and Insurance, Le groupe d'experts sur les banques, les paiements et les assurances (EGBPI) est une entité consultative composée d'experts nommés par les pays de l'UE qui fournit des conseils et une expertise dans la préparation de projets d'actes délégués dans le domaine des banques, des paiements et des assurances pour la Commission et ses services.*

[2] *Lettre Af2i à la Commission Européenne et note technique juin 2021 : https://hal.science/hal-04517803*

B. Le contexte des révisions de la Solvabilité II

Solvabilité II définit les exigences prudentielles applicables aux entreprises d'assurance et de réassurance dans l'Union Européenne (UE). Elle est entrée en vigueur le 1er janvier 2016. Elle prévoyait deux clauses de révision.

La première a été menée en 2018 (application 2019). Elle a concerné la formule standard (FS) du calcul de la charge en capital (SCR) et a concerné le Règlement Délégué (RD).

La deuxième revue dite « Révision 2020 » concerne la Directive elle-même et couvre de nombreux sujets : les mesures du paquet branches longues, les méthodes, hypothèses et paramètres de la formule standard (FS), le calcul du Minimum de Capital Requis (MCR), la supervision des groupes, la supervision des activités transfrontalières, le principe de proportionnalité, les reportings et la surveillance macroprudentielle. Enfin, ont été récemment rajoutés les aspects durabilité.

L'AEAPP a publié son avis final sur la révision 2020 en décembre 2020 après 2 consultations publiques (octobre 2019 et janvier 2020) et 2 études d'impact « holistiques » (sur les données fin 2019 sur les données au 30 juin 2020). Sur cette base, la CE a produit ses propositions d'amendements à la Directive Solvabilité 2 en septembre 2021 avec sa vision cadre des modifications relevant du RD. Ces travaux ont nourri les réflexions au sein du Conseil de l'UE et du PE.
La CE a également proposé la Directive IRRD qui reprend et complète les pouvoirs de rétablissement et de résolution existants en France.

C. Les objectifs de la révision 2020

Le sujet au cœur de la révision de la Directive Solvabilité 2 était l'amélioration de la prise en compte de la perspective de long terme de l'activité d'assurance avec ses caractéristiques et son profil de risque spécifiques[2] .
Il n'était pas envisagé de remise en cause radicale mais de concentrer la révision sur les lacunes identifiées afin d'améliorer la réglementation uniquement là où c'était nécessaire.

Pour les assureurs, l'attente était très forte. Il s'agissait de réduire les excès de charge en capital pour libérer des marges de manœuvre dans l'offre d'assurance et ne pas entraver les investissements de long terme et durables.
Une attente très forte également portait sur le besoin de réduction de la volatilité artificielle des fonds propres et des ratios de solvabilité.
Enfin, une simplification des reportings et des applications plus systématiques et concrètes de la proportionnalité étaient espérés.

L'ensemble des attendus devaient permettre de promouvoir une industrie européenne compétitive.

D. Les travaux

Au terme d'un travail de longue haleine, de réponses aux consultations, de mesures d'impacts et de prises de position, explications et propositions multiples, les résultats obtenus au niveau des colégislateurs semblent a priori positifs aux yeux des assureurs, et allant dans le sens d'un soutien d'une économie européenne plus résiliente, durable et compétitive.
Toutefois le RD doit encore préciser des éléments importants pour valider ce diagnostic. La vigilance est impérative. De même, sur les aspects durabilité, **il est primordial de ne pas introduire de biais volontaire ou involontaire dans la réglementation**, qui éloignerait le cadre prudentiel d'un ancrage fondé sur **une évaluation fiable et robuste des risques**.
Tout autre considération n'aurait pas sa place et pourrait se révéler grandement préjudiciable au cadre pertinent de gestion des risques des assureurs qui fonde leur résilience.

[2] L'EIOPA a été sollicitée pour « continuer son analyse du traitement des investissement de long terme sous Solvency II » par M. Olivier Guersent, directeur général pour les services financiers et l'union des marchés de capitaux de la Commission Européenne, dans sa lettre du 11 février 2019, sur les sujets de révision prévus par la directive.

E. Bilan principal des amendements et de la nouvelle Directive Solvabilité II

Le bilan des modifications des exigences quantitatives, bien qu'il ne soit pas encore possible de le faire complètement à ce jour (le RD à venir sera important avec la définition de certains paramètres et conditions à finaliser), s'annonce globalement neutre sur les ratios de solvabilité des entreprises d'assurance.
Toutefois, le bilan peut se révéler contrasté suivant les situations spécifiques de chaque (ré)assureur.

Sur la révision du risque de taux, l'impact est **négatif** puisqu'il se trouve renchéri aussi bien à la baisse (le choc actuellement en vigueur ne permet pas de passer en territoire négatif), qu'à la hausse.
Concernant la révision de la construction de la courbe des taux sans risque de base elle-même sur sa partie extrapolée, l'impact de la modification de la convergence vers le taux forward ultime (UFR) est variable suivant la situation des taux observables sur les marchés sur la partie liquide de la courbe à un instant t avec la structure des taux d'une part, et leur écart avec l'UFR d'autre part.
En l'absence d'inversion ou d'aplatissement de la courbe des taux, l'impact sera **négatif**.
Un effet notable de ce changement est l'introduction d'une **volatilité plus grande des provisions** techniques du fait du poids réduit du rôle stabilisateur du taux d'ancrage ultime de long terme que représente l'UFR. Cette volatilité plus grande des provisions techniques a pour corollaire une volatilité plus grande des fonds propres.

Un impact **mitigé** est à attendre de la révision pointilliste voire pointilleuse de la correction pour volatilité (VA). En période de primes de risque moyennes, une amélioration est à attendre. Cependant, en période de crise, l'ajustement fera l'objet d'un abattement très important et sera donc moins contra-cyclique.

Concernant la marge de risque, l'impact est **positif** avec un allègement d'autant plus marqué que les engagements d'assurance et les risques sont de long terme.
Un autre impact **positif** provient de l'amélioration des critères d'éligibilité au choc réduit des actions gérées avec des stratégies de long terme, ce qui présage une mise en œuvre facilitée et donc plus étendue.

Sur le contrôle et la publication d'informations, les exigences sont renforcées.
L'audit indépendant du bilan prudentiel, qui n'était pas encore exigé en France, est rendu obligatoire. Le rapport public sur la solvabilité et la situation financière (SFCR) est scindé en deux parties, l'une à destination des assurés et l'autre à destination des professionnels.

Sur la finance durable, **les résultats des scénarios climatiques de l'ORSA sont à publier dans le SFCR (partie destinée aux professionnels)**. Enfin, le renforcement de l'intégration des risques de durabilité dans le cadre prudentiel va passer par de nouvelles exigences avec la mise en place de **plans de transition prudentiels**, dont une mention devra être faite dans le SFCR (partie destinée au public). Ces plans doivent fixer des objectifs, des cibles et processus de suivis des risques liés à la transition vers une économie conforme aux accords de Paris. Le détail du contenu de ces plans devra être défini par l'AEAPP.

La publication des résultats individuels des stress tests européens (tri-annuels) est rendue possible à la discrétion des superviseurs. Pour les assureurs ayant recours à des **modèles internes**, une obligation de calcul et de communication tous les 2 ans au superviseur de l'exigence de fonds propres évalués selon la FS est instaurée.

Sur la proportionnalité, un nouveau cadre harmonisé européen de simplification est introduit pour les assureurs dont le profil de risque est jugé faible.
A ces fins, la catégorie des organismes « petits et non complexes » (SNCU) est créée. Cette catégorisation permettrait aux entités concernées de bénéficier de manière automatique de mesures de simplifications sur les trois piliers. Par ailleurs, les seuils d'exemption à Solvabilité II sont relevés. A noter que les réassureurs ne pourront jamais être considérés comme des SNCU, tandis que les captives seront automatiquement SNCU si certains critères sont remplis. Les SNCU seront autorisées à appliquer les normes ESRS du CSRD pour les PME cotées.

Sur la supervision des groupes, les définitions de groupe prudentiel sont clarifiées pour une application plus pragmatique et harmonisée en Europe. Un nouveau paragraphe est introduit à l'article 212 permettant d'identifier un groupe ou d'étendre le champ d'application d'un groupe avec le critère d'une «gestion sur une base unifiée». Un groupe horizontal devra désigner une entité responsable qui agira en tant qu'entreprise mère. Une évaluation des différences trans-sectorielles des traitements prudentiels des participations avec la Directive FICOD[3] est demandée. **Une clause de révision de la directive FICOD est introduite** et la CE devra présenter un rapport au plus tard le 31 décembre 2027.

[3] FICOD Financial Conglomerates Directive, traite de la supervision des conglomérats financiers ayant des entités réglementées agissant en tant que banque, entreprise d'assurance et gestion de portefeuilles.

Le calcul du SCR groupe plancher n'inclura pas les holdings, mais les double-comptages potentiels liés aux transactions intra-groupes pourront subsister et le SCR groupe plancher pourra excéder le SCR groupe (« inversion du trigger » possible).

Sur les **problématiques macroprudentielles, des exigences renforcées sont envisagées** avec la mise en place obligatoire de plans de gestion de la liquidité à court terme, et de manière optionnelle (sur demande du superviseur doté de nouveaux pouvoirs) à long terme. Le gel des dividendes et des rachats en cas de risques de liquidité individuels ou de circonstances exceptionnelles est introduit. L'AEAPP a la charge de développer des RTS afin de définir les conditions d'utilisation d'outils macroprudentiels.

Sur l'encadrement des activités transfrontalières des mesures additionnelles sont introduites pour renforcer en les complétant les pouvoirs de l'AEAPP (déclenchement et direction d'inspections sur site) ainsi que la coordination entre autorités de l'état membre d'origine et de l'état membre d'accueil pour la supervision des activités transfrontalières avec la possibilité de recourir à la médiation de l'AEAPP. Ce sujet est très sensible pour la France, très touchée par les défaillances d'assureurs européens exerçant par voie de succursale ou de libre prestation de services (LPS). Une notion d'activité transfrontalière significative est introduite sur la base d'un seuil quantitatif absolu (primes supérieures à 15M€ dans l'état d'accueil) et d'une appréciation qualitative basée sur la «pertinence» de l'activité transfrontalière à la discrétion du superviseur.

Sur la durabilité, en plus des mesures déjà mentionnées dans la rubrique reportings ci-avant, il est introduit un **renforcement de l'intégration de la durabilité dans le système de gestion des risques** avec la notion de double matérialité au niveau du PPP (Prudent Person Principle) et la description du profil de risques durabilité dans l'ORSA. Le système de gestion des risques doit tenir compte des différents horizons temporels (CT, MT et LT) des risques de durabilité.
L'AEAPP est chargée d'évaluer dans quelle mesure les entreprises évaluent leur exposition matérielle aux risques liés à la **biodiversité dans l'ORSA** et devra soumettre un rapport à la CE d'ici au 30 juin 2025.
En outre, les autorités de contrôle européennes (ESAs) développeront des lignes directrices pour les **méthodologies des stress-tests sur les risques ESG**.
Une revue de la charge en capital des risques catastrophes naturelles de la FS est prévue tous les 5 ans et un mandat est confié à l'**AEAPP d'étudier le risque de biodiversité** ainsi qu'un éventuel **traitement prudentiel spécifique des risques de durabilité** dans les exigences quantitatives du pilier 1 de solvabilité 2.
Les assureurs doivent mettre en place une politique de promotion de la diversité au sein de l'AMSB et fixer des objectifs quantitatifs individuels pour améliorer l'équilibre entre les sexes.

F. Retour sur les mesures quantitatives détaillées

Marge de risque

Le taux du coût du capital est fixé à 4,75% au lieu de 6%, soit une baisse immédiate d'un peu plus de 20%. A cela, s'ajoutera l'impact du facteur « biseau » (paramètre lambda) à définir au niveau 2 et devant se composer exponentiellement avec l'horizon de temps des flux composant la marge de risque afin de diminuer le poids des flux de manière d'autant plus importante que la maturité est lointaine.
Une clause de révision est introduite par laquelle le calibrage du taux du coût en capital est révisible par le biais du RD 5 ans après l'entrée en vigueur de la révision de Solvabilité II, néanmoins dans un couloir limité entre 4% et 5%.

Risque de taux

La proposition détaillée dans l'avis final de l'AEAPP de décembre 2020 sera retenue sous condition d'homogénéité de construction de la courbe des taux sur sa partie extrapolée avec la courbe centrale et avec production d'un plancher par maturité pour les taux choqués à la baisse à définir au niveau 2.

Extrapolation

Il est précisé que le premier point de lissage (c'est-à-dire le point de départ de l'extrapolation) pour l'Euro est fixé à 20 ans, mais aucune référence n'est faite aux monnaies autres que l'euro.
Pour les échéances d'au moins 40 ans après le premier point de lissage, la pondération de l'UFR doit être d'au moins 77,5 %, ce qui correspond à un paramètre de convergence (alpha) de 11 à 12 % environ.
Les assureurs pourront demander à leur autorité de surveillance une mise en œuvre progressive jusqu'au 1er janvier 2032 sous condition de publication de l'impact dans le rapport SFCR.
La formule d'extrapolation sera explicitée dans le RD, y compris le paramètre de convergence ainsi que la méthode d'appréciation du caractère profond, liquide et transparent (DLT) des marchés obligataires et des pourcentages par devise en-dessous desquels la part des obligations avec des échéances supérieures ou égales à une échéance donnée parmi toutes les obligations est considérée comme faible.

Ajustement pour volatilité

Le pourcentage général du VA est fixé à 85% (au lieu de 65%) du spread moyen « dé-risqué » du portefeuille d'actifs concernés, sur la base d'une normalisation à 100% en actifs de taux. Un facteur d'ajustement pour écart de sensibilité entre les actifs de taux de l'assureur et les passifs d'assurance (meilleures estimations) est introduit (CSSR) qui ne peut excéder 1. Autrement dit, la correction de la valeur actualisée des meilleures estimations ne peut excéder la variation de la valeur de marché des actifs de taux. A contrario, elle peut lui rester inférieur. Ceci traduit l'idée de ne pas autoriser de surcompensation des mouvements de marché (pas d'« overshooting » du VA), c'est-à-dire pas de création artificielle de fonds propres. En revanche, l'insuffisance de compensation est possible sans être corrigée (« undershooting » possible), cas fréquent dans les sociétés non-vie.
L'ajustement pour volatilité est calculé par devise et dans le cas de l'euro, peut comprendre une couche additionnelle pays, appelé VAmacro, déclenché si le spread corrigé du risque d'un pays de la zone euro excède de plus de 30% celui de la devise euro.
Une possibilité d'ajustement spécifique pour biais de qualité de crédit d'un assureur est introduite et soumise à demande d'approbation. Pour y avoir recours, le spread corrigé du risque de l'entreprise d'assurance doit être inférieur à celui issu du portefeuille de référence pendant plus de 4 trimestres consécutifs avant la date de reporting (introduction complémentaire d'un 2e plafond d'overshooting à 105% dans un tel cas).
Un ajustement dynamique (DVA) dans le choc de spread n'a pas été introduit en FS et des limites de sécurité sont fixées pour le DVA des modèles internes (principe de prudence renforcée).

Dispositif d'investissements actions de long terme (LTEI)

La charge en capital pour les actions gérées avec des stratégies est introduite au niveau 1 et reste fixée au niveau actuel de 22 %.
Les critères sont largement assouplis : suppression du quasi-cantonnement, extension des titres éligibles à l'OCDE, intégration des actions en représentations des fonds propres et de la marge de risque, démonstration de non-soumission à vente forcée par test de liquidité plutôt que selon des critères forfaitaires et artificiels. Des critères de diversification sont à respecter et les participations sont exclues.
Les critères seront évalués au niveau du fonds pour les fonds ne présentant pas de risque aggravé, notamment ELTIF et AIF. Des critères sont également introduits pour qualifier les actions LTEI au niveau groupe.

Autres mesures

L'ajustement symétrique de la charge standard sur les actions a été fixé à 13 %, sans référence aux contrats en unités de compte. Cet ajustement présente l'inconvénient d'avoir des effets inattendus.

Le calibrage des paramètres de la FS devrait être expurgé des données britanniques, notamment la corrélation taux/actions.

Les sous-modules «risque de marché» et «risque de défaut de contrepartie» devront refléter le risque lié aux crypto-actifs et le calibrage des titrisations doit également être revu.

G. Point sur la Directive IRRD

On assiste à l'introduction d'un cadre harmonisé des procédures de rétablissement et de résolution, afin de renforcer la coopération européenne en matière de prévention, de gestion et de résolution
des crises. Les entreprises d'assurances françaises doivent déjà se conformer à un régime de résolution depuis la loi Sapin II qui impose des obligations étendues notamment en ce qui concerne la mise en place de plans préventifs de rétablissement et de plans de résolutions.
Le texte adopté prévoit l'obligation de mise en place de mécanismes de financement dont les contours n'ont pas été arrêtés. Les dispositions à étudier aux niveaux 2 et 3 devront être adaptées au modèle spécifique de l'assurance, conformes aux normes internationales et de nature à éviter toute surenchère. Les travaux niveaux 2 et 3 devraient s'étaler entre 2024 et 2026.

Réindustrialisation
Quelle stratégie pour la France ?

Olivier ARROUA
Associé fondateur du Cabinet Selenis
Chargé des cours "Conception et analyse stratégique" et "Dialectique et rhétorique économique" à l'Université Paris Dauphine PSL

En octobre 2023, lors du Club de Prospective Af2i, les intervenants ont partagé et débattu sur les sujets majeurs de l'économie française, l'énergie et la réindustrialisation.
Un certain nombre des « 19 propositions et recommandations pour tenir compte d'un environnement radicalement nouveau » élaborées et diffusées par l'Af2i avaient pour but de faciliter cette réindustrialisation. Aussi nous avons demandé à Olivier Arroua, conseil en stratégie, de qualifier le phénomène de désindustrialisation de l'économie française et de proposer des pistes pour enclencher ce mouvement qui semble essentiel pour faire face aux nombreux engagements publics et privés. **Af2i**

La désindustrialisation continue de la France entamée au tournant des années 2000 a fortement marqué le pays sur les plans économique, social et politique.

Au plan économique, la chute continue de la production industrielle a conduit à dégrader la balance commerciale, à affaiblir la croissance et à fragiliser l'économie nationale par une focalisation sur les services.
Au plan social, ce phénomène a conduit à une baisse relative de pouvoir d'achat des salariés (généralement mieux rémunérés dans l'industrie que dans les services), une désaffection pour les formations techniques, et une paupérisation de certaines régions et villes autrefois riches de leurs activité industrielles. Un chômage de masse est devenu un phénomène social majeur qui a résisté à toutes les couteuses politiques publiques.
Au plan politique, cet abandon progressif des activités industrielles a conduit à une perte de souveraineté dont nous avons pu mesurer les conséquences dramatiques lors de la crise de la covid, à mesure que nous recherchions vainement des masques ou des respirateurs… Sans compter, les désorganisations des supply chain qui ont créé ou accentué des pénuries (du jamais vu depuis la deuxième guerre mondiale) sur un ensemble de produits de base, notamment des médicaments. Ces désorganisations ainsi que les mesures, monétaires, budgétaires et de transfert, prises par les pouvoirs publics en Occident ont alimenté un choc inflationniste aussi violent qu'inattendu, qui a touché diversement les pays.

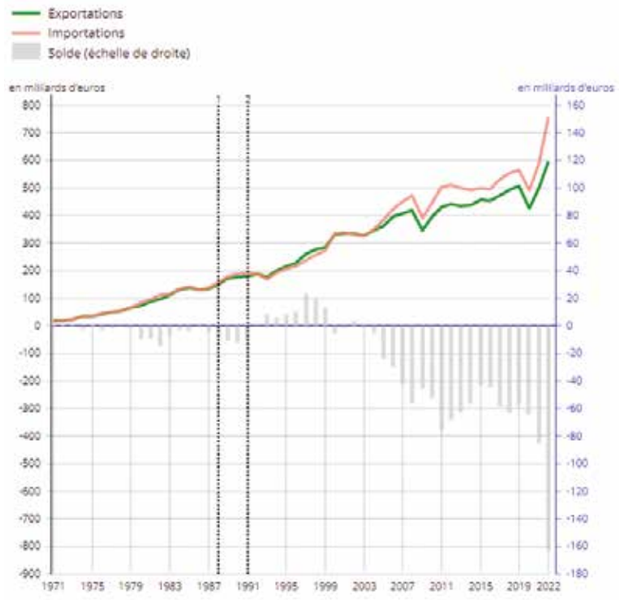
Il est clair qu'il y a un besoin impératif de reconstruire un tissu industriel cohérent pour affronter l'avenir avec confiance et répondre aux besoins essentiel de la population de façon robuste face aux nouveaux défis posés par les incertitudes internationales.

Bien sûr, il ne peut y avoir de réponse unique et évidente pour traiter une problématique aussi complexe et un phénomène profondément ancré depuis une génération[1]. Mais une approche globale multifactorielle cohérente et inscrite dans le temps long doit nous permettre d'enrayer le phénomène et d'inverser la tendance.
Nous allons ici présenter quelques constats clés et proposer une série de propositions pour satisfaire cet objectif. Et les investisseurs institutionnels auront, à n'en pas douter, un rôle clé à jouer par leur capacité à apporter des capitaux stables et patients pour soutenir cette dynamique productive.

Les constats

Une érosion lente et continue de notre tissu industriel

Nous entendons ici pointer la baisse continue de la production industrielle sur notre sol masquée par les performances de nos champions qui ont massivement délocalisé. Ce paradoxe se traduit clairement dans le déficit de la balance commerciale au tournant des années 2000[2] concomitamment à la croissance forte des profits de nos plus grandes entreprises. A titre d'illustration le PIB a progressé de 78% entre 2000 et 2023, quand le CAC dividendes réinvestis a progressé de 374% sur la même période. Cela traduit clairement que la performance a été obtenue hors de l'hexagone…
La désindustrialisation induite par les délocalisations et les développements sur sol étranger se mesure pleinement à l'aube du solde négatif des investissements directs étrangers : 663 Mds € depuis 2000…
A l'exception de l'année 2013 (solde positif de 10,5 Mds €), la France a beaucoup plus investi à l'étranger qu'elle n'a reçu d'investissements. Certes ces investissement génèrent des retours positifs de flux financiers mais ils contribuent à paupériser le pays, et ses habitants, qui ne peut se satisfaire d'adopter une stratégie de gestionnaire de portefeuille en l'absence d'excédents structurels (Type Norvège ou Pays du Golfe) et d'une démographie dynamique.Si le phénomène de désindustrialisation touche toute l'Europe, force est de constater que l'impact national est nettement plus sévère : -40% en France entre 2000 et 2022 contre -14% en Allemagne sur la même période. A court terme, la situation reste préoccupante avec un solde d'ouverture net d'usines divisé par deux sur un an entre janvier et septembre 2023.



Une production industrielle nationale à faible rentabilité

D'une manière générale, le taux de marge des entreprises industrielles (28,6% au T1 2023) s'inscrit en retrait par rapport au reste des entreprises nationales (32,3%)[3]. Cette rentabilité moindre pèse naturellement sur l'attractivité du secteur et donc réduit sa capacité à se moderniser, se développer et innover par des ressources internes ou externes.
Les raisons de ce décalage sont multiples :
- Positionnement moyen de gamme et robotisation insuffisante,
- Coût relatif élevé de la main d'œuvre au regard de la productivité,
- Hausse significative du coût de l'énergie,
- Poids excessifs des impôts de production dont la formule est pénalisante pour le secteur.

Deux tendances lourdes expliquent l'accélération de la désindustrialisation sur notre sol :
- Une perte de productivité continue dans l'industrie manufacturière supérieure à celle observée en Europe sur longue période (2005 -2022)[4] : croissance annuelle de +0,37% en France, +0,76% en zone euro, +1,07% aux Etats-Unis,

[1] *Voir par exemple Nicolas Dufourcq, La désindustrialisation de la France 1995–2015, aux Éditions Odile qui a reçu le Prix Turgot-Af2i 2023.*

[2] *INSEE, Comptes de la nation.*

- Une hausse relative des coûts de l'énergie qui ont longtemps été un avantage comparatif pour notre pays : hausse de 348% du coût de l'électricité pour l'industrie entre 2021 et 2023 et même 382% pour les plus gros consommateurs[5].

Des conditions d'implantation industrielle difficiles

La France souffre historiquement d'un encadrement réglementaire strict et d'une complexité administrative élevée qui ralentissent significativement l'implantation de nouveaux sites industriels et limitent les possibilités d'expansion existantes.
A cela s'ajoute, la récente Loi « zéro artificialisation nette des sols » qui à l'exception des projets qualifiés d'intérêt national majeur, réduit encore les possibilités d'installation.

Une pénurie de ressources qualifiées

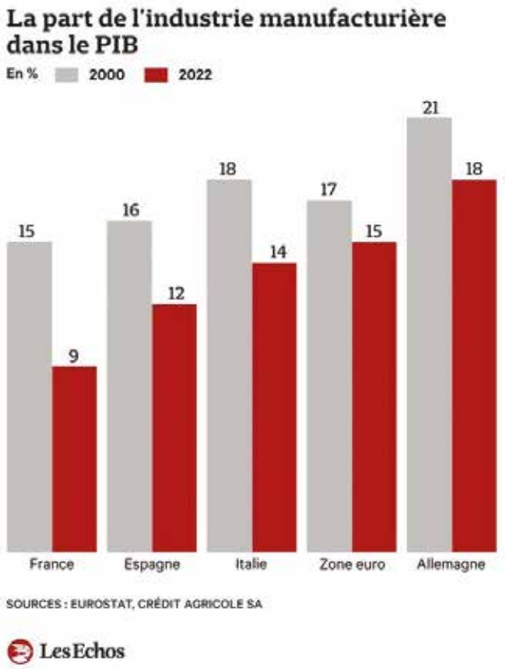
En 2022, on estime à 60 000 le nombre de postes ouverts et non pourvus dans l'industrie.
Cette pénurie s'explique autant par un manque d'étudiants dans les formations techniques que par une désaffection d'une grande part d'ingénieurs attirés par des emplois plus rémunérateurs et des secteurs plus porteurs, les services financiers ou la cybersécurité voire dans des projets entrepreneuriaux (start up), ainsi 31% seulement des ingénieurs diplômés en 2022 ont rejoint l'industrie[6].

Une attractivité du territoire américain pour les industries européennes

Les Etats-Unis ont apparemment amélioré l'attractivité de leur territoire pour l'installation de firmes industrielles qui viendront donc concurrencer fortement l'Europe pour les activités manufacturières ou énergivores.
L'Inflation Reduction Act prévoit ainsi de très généreuses subventions aux nouvelles installations d'entreprises parties prenantes de la transition énergétique (budget global de 400 Mds €). Les contraintes environnementales sont par ailleurs moins strictes que sur le sol européen.
Et pour les industries les plus énergivores (Métallurgie, Chimie, ...), les énergies fossiles sont accessibles à de meilleurs prix du fait de la production locale et notamment le gaz et le pétrole de schiste.
De fait, un certain nombre de grandes entreprises (Mercedes, Holcim, ENEL, ...) ont entrepris ou projettent de délocaliser certaines activités ou de construire de nouveaux sites sur le territoire américain.
Cette tendance peut se renforcer dans un contexte où les tensions géopolitiques pourraient impacter les droits de douane et encourager la production locale au sein de la première économie mondiale.

Après une tardive prise de conscience, les pouvoirs publics tentent de contrer le phénomène de désindustrialisation

Longtemps la France ne jurait plus que par les services et il est exact qu'ils fournissent une contribution positive à la balance commerciale.
La prise de conscience sur la nécessaire réindustrialisation s'est traduite par des mesures financières (100 Mds € dans le plan France Relance 2030) ou des mesures incitant à diriger l'épargne nationale vers l'économie productive. Elles accompagnent des mesures organisationnelles antérieures comme la mise en place de pôles de compétitivité ou encore des campagnes de communication promouvant les formations et les métiers techniques. La France dispose toujours d'atouts structurels pour encourager la production industrielle et notamment son réseau d'infrastructure ou encore le support de la Banque Publique d'Investissement pour soutenir le lancement d'activités innovantes notamment.



Les propositions :

Nous pouvons rétablir notre compétitivité industrielle par une démarche volontariste et multifactorielle

La première étape consiste à se donner un plan de réindustrialisation avec une perspective de moyen terme en choisissant les filières prioritaires et en y concentrant nos efforts financiers.
Dans la logique de spécialisation induite par l'ouverture des frontières à la concurrence, il est incontournable de viser l'excellence et le rayonnement international dans un nombre limité de domaines où déjà soit nous excellons (Défense, Aéronautique, Luxe) ou qui ont été identifiés comme indispensables à la résilience du pays (Santé, Agroalimentaire) plutôt qu'une large diversification avec une gamme moyenne rudement soumise à la concurrence internationale (Automobile, Electronique, Textile, Matériel de transport)[7].

Cette stratégie suppose également d'encourager la construction de filières et d'écosystèmes coopératifs. Dans l'esprit, le modèle à suivre est la Suisse qui dispose d'un périmètre industriel limité mais puissant (25% du PIB en 2022) et rayonnant au niveau mondial dans les domaines de l'agroalimentaire, de la santé et de l'horlogerie.

Puis vient la nécessité de stabiliser et alléger le cadre réglementaire et fiscal pour retrouver de l'attractivité auprès d'investisseurs nationaux et étrangers. Il devient indispensable de poursuivre en premier lieu la baisse des impôts de production qui sont encore quatre fois plus élevés en France[8] (100 Mds €) qu'en Allemagne et deux fois plus élevés qu'en Italie et représentent pas moins de 10,3% du PIB en 2022...

La politique énergétique doit être revue. En effet, il n'y a pas d'industrie performante sans mise à disposition des agents économiques de source d'énergie abondante et peu couteuse.
Au-delà du redressement bienvenu d'EDF, à l'instar de ce qui est fait en Allemagne, un avantage relatif doit être donné au secteur industriel. Le vaste plan de construction de nouveaux réacteurs nucléaires va dans le bon sens en fournissant une énergie abondante, pilotable, peu coûteuse et très peu carbonée.

Nous devons accompagner la croissance des PMI pour en faire des ETI plus résilientes et exportatrices. Au-delà d'un accompagnement financier, les relations inter-entreprises mériteraient d'évoluer (réduction des crédits inter-entreprises, développement de véritables partenariats entre les acteurs des filières indépendamment de leur taille, ...).

La génération et la propagation de l'innovation doit être accentuée tout particulièrement dans les secteurs où le pays a conservé sa position, en renforçant les partenariats entre les centres de recherche publics et les entreprises dans des modèles économiques créant un partage de valeur équitable.
Les fonds publics et privés doivent donc être prioritairement alloués à des domaines d'innovation jugés prioritaires pour les filières sélectionnées dans la stratégie de spécialisation.
Enfin, il est souhaitable d'éduquer le consommateur pour favoriser l'acquisition de biens intégrant majoritairement une valeur ajoutée nationale. Ainsi un système d'étiquetage des biens mentionnant le degré de valeur ajoutée nationale pourrait favoriser l'arbitrage au profit de biens produits localement.

La maîtrise de l'IA sera le catalyseur de la réindustrialisation

L'intelligence artificielle va révolutionner les process industriels et impactera lourdement la productivité et la performance. Maîtriser et diffuser les applications d'IA sur chaque maillon de la chaîne de valeur le devient un enjeu de souveraineté industrielle.

Au niveau macro-économique cela suppose de laisser s'épanouir un nouvel écosystème en évitant la surrèglementation et surtout d'investir massivement dans le développement de solutions nationales ou européennes pour limiter le taux de dépendance aux géants américains (sujet de collaboration public / privé majeur !).

Au niveau micro-économique, cette mutation requerra des investissements lourds (licence éditeur, calibrages spécifiques, infrastructures IT, couplage / renouvellement des machines-outils, formation...) et se traduira par une lourde transition sociale...

Les investisseurs de long terme peuvent jouer un rôle clé

Les investisseurs institutionnels dans tous les pays du monde jouent un rôle clé en fournissant des capitaux de long terme aux entreprises industrielles.
La souscription d'émissions obligataires d'entreprises moyennes mériterait d'être encouragée pour favoriser les interventions directes.
Cela suppose d'alléger l'exigence de fonds propres alloués à ces investissements et dans l'idéal de développer un cadre fiscal avantageux pour les investissements productifs de long terme. Cela peut passer par des garanties publiques, partielles ou totales, de l'Etat ou au travers de caisses de garantie.

Il nous paraît fondamental de respecter la relation directe investisseur / entreprise pour une maîtrise effective des investissements et attribuer un rôle actif d'actionnaire de long terme à même de superviser et contrôler la conception et l'exécution stratégique.

De même, en coordonnant leurs efforts, les grands investisseurs pourraient faciliter les coopérations / consolidations industrielles améliorant la résilience et les conditions de développement.

[3] *Etude Allianz Trade, Eurostat*
[4] *Gilbert CETTE, Rapport du COR décembre 2023*
[5] *INSEE*
[6] *Conférence des grandes écoles*
[7] *Patrick Arthus et Sylvain Broyer, Revue d'Economie Industrielle*
[8] *Baromètre Institut Montaigne et cabinet Mazars*

Cybersécurité
Risque et implications pour le crédit

Leroy TERRELONGE
Vice President – Senior Analyst
Cyber Credit Risk Group Moody's

Europe, Moyen-Orient et Afrique, l'enquête de Moody's sur la cybersécurité révèle une surveillance adéquate, malgré des lacunes dans les contrôles de sécurité à l'égard des fournisseurs tiers.

Les cyber-risques se différencient de la plupart des autres risques auxquels les entreprises et les organisations sont confrontées dans le sens où ils ne font pas de distinction et touchent toutes les classes d'actifs dans le monde entier. En outre, la multiplication et la sophistication accrues des cyberattaques augmentent le niveau de risque pour l'ensemble des émetteurs notés.

Afin de mieux appréhender l'évolution des cyber-risques et la manière dont les entreprises privées et les entités publiques gèrent ces problématiques, Moody's a mené en 2023 une enquête sur la cybersécurité auprès des émetteurs de dette que nous notons. Entre les mois de mai et juillet, nous avons recueilli plus de 1,700 réponses dans le monde, dont 497 pour la zone Europe, Moyen-Orient et Afrique (EMEA). Sur le plan de la répartition géographique, l'Europe concentrait 92 % des répondants, le Moyen-Orient 5 % et l'Afrique 3 %. Les pays européens les plus représentés étaient le Royaume-Uni (95 répondants), l'Allemagne (65), l'Italie (43), la France (35) et les Pays-Bas (34).

Les résultats de notre enquête sur la cybersécurité[1] relatifs aux émetteurs situés en EMEA divergent par rapport à ceux des autres régions sur plusieurs points importants. Si la surveillance globale en matière de cybersécurité est comparable à celle des autres régions, les répondants en EMEA arrivent en tête du point de vue de la fréquence des tests de cybersécurité et de la supervision par le conseil d'administration. Ils accusent toutefois un retard dans les contrôles des fournisseurs tiers et les dépenses en cybersécurité.

La surveillance de la cybersécurité par les instances de direction est alignée sur celles des autres régions, mais les tests de sécurité sont plus fréquents. La région EMEA affiche un profil semblable aux Amériques et à la région APAC dans la mesure où elle présente une gouvernance globale solide en matière de cybersécurité, mais se démarque par la plus haute fréquence des tests de sécurité, y compris les tests de pénétration (attaques simulées) et les exercices entre équipes rouges/violettes (scénarios d'attaque complexes), qui sont essentiels pour atténuer le risque de cyberattaques.

Environ 43 % des répondants en EMEA ont déclaré effectuer des tests de pénétration quatre fois par an ou plus régulièrement (cf. encadré 1). Seulement 22 % des répondants des Amériques et 32 % des répondants de la zone APAC ont réalisé des tests de pénétration à une fréquence aussi élevée. Les répondants en EMEA font également mieux que la médiane mondiale en ce qui concerne le pourcentage d'émetteurs qui réalisent des exercices d'équipes rouges/violettes au moins une fois par an, à 52 % contre 47 %. La conduite de tests de sécurité fréquents est essentielle pour permettre aux émetteurs d'augmenter leur sécurité et de réduire le risque de cyberattaques.

[1] *Les résultats de l'enquête cités dans ce rapport sont basés sur des données recueillies sur 3 mois jusqu'en juillet 2023. Après la date de clôture officielle, nous avons reçu des réponses supplémentaires jusqu'au début d'octobre. Vous pouvez accéder aux réponses anonymisées et agrégées des 1,992 répondants sur ce lien : https://www.moodys.com/research/doc-PBC_1382758*

ENCADRÉ 1

Les répondants en EMEA effectuent des tests de pénétration plus fréquemment que leurs homologues des autres régions
Fréquence des tests de pénétration par an, par région

En raison des arrondis, la somme des chiffres peut ne pas être égale à 100 %.
Source : Moody's Investors Service

La surveillance de la cybersécurité va au-delà du comité d'audit. Dans la région EMEA, la surveillance de la cybersécurité est de plus en plus confiée à des comités spécialisés tels que les comités chargés des risques, de la technologie et de la cybersécurité, ces derniers étant plus à même de disposer des compétences techniques adéquates et d'une capacité leur permettant de se focaliser plus particulièrement sur les cyber-risques par rapport au comité d'audit (le choix le plus courant aux Amériques), dont le mandat est plus général.

À l'échelle mondiale, un peu moins de la moitié (46 %) des répondants à l'enquête ont indiqué que le comité d'audit était l'organe du conseil d'administration responsable de la surveillance des cyber-risques. En revanche, seulement 19 % des répondants en EMEA ont déclaré que la supervision de la cybersécurité était réalisée au sein du comité d'audit. Les répondants de cette région sont plus susceptibles de confier la surveillance des cyber-risques à un comité spécifiquement chargé de la cybersécurité (17 % en EMEA contre 8 % dans le monde [cf. encadré 2]). Le comité des risques est l'option la plus plébiscitée par les répondants en EMEA (29 %), tandis que 10 % ont choisi de confier cette responsabilité au comité chargé de la technologie.

Aucune preuve tangible ne vient confirmer que la surveillance des cyber-risques par le comité d'audit est intrinsèquement plus risquée ou susceptible de mener à une violation. De fait, aborder les cyber-risques dans le cadre des comités des risques et d'audit présente des avantages, notamment celui d'intégrer les enjeux de cybersécurité dans une gestion plus globale des risques de l'entreprise, ce qui permet de développer une vision holistique du risque sur l'ensemble de l'organisation.

Cependant, cette approche comporte des risques, dont celui de déborder le comité d'audit. Avec le temps, les

responsabilités du comité d'audit se sont nettement étendues. Au-delà de ses fonctions essentielles de surveillance de l'information financière, de la conformité et des contrôles internes, ses missions couvrent désormais d'autres enjeux tels que les risques environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), la fraude et la cybersécurité. Avec cet élargissement de leurs responsabilités, les comités d'audit risquent de devenir surchargés et de ne pas être en mesure d'assurer une surveillance optimale.

Le manque de connaissances spécialisées en cybersécurité représente un autre risque à cet égard. Historiquement, les compétences requises pour un membre de comité d'audit touchaient essentiellement à la finance et à la comptabilité, mais l'élargissement du mandat exige une maîtrise d'un éventail plus large de sujets.

La région EMEA présente des lacunes en matière de gestion des risques liés aux tiers. Environ 73 % des répondants dans cette région procèdent systématiquement ou la plupart du temps à des évaluations des cyber-risques liés aux nouveaux fournisseurs de logiciels et de services, soit un niveau inférieur à la médiane mondiale de 80 %. En outre, seulement 48 % des répondants réalisent systématiquement ou la plupart du temps des évaluations des cyber-risques liés aux fournisseurs existants, ce qui est bien inférieur à la médiane mondiale de 63 % (cf. encadré 3). Cette tendance est préoccupante étant donné la menace croissante que représentent les attaques dans la chaîne d'approvisionnement.

L'évaluation des cyber-risques liés aux fournisseurs est essentielle ; en effet, comme les organisations disposant des ressources adéquates adoptent des pratiques de cyberprotection plus draconiennes, les cybercriminels se rabattent souvent sur les fournisseurs qui constituent des proies plus faciles en raison de leur manque général de ressources. Les cybercriminels affectionnent également ces attaques sur la chaîne d'approvisionnement parce qu'elles produisent un meilleur retour sur investissement. En compromettant un seul fournisseur, ils sont en effet en mesure d'attaquer un large éventail de ses clients.

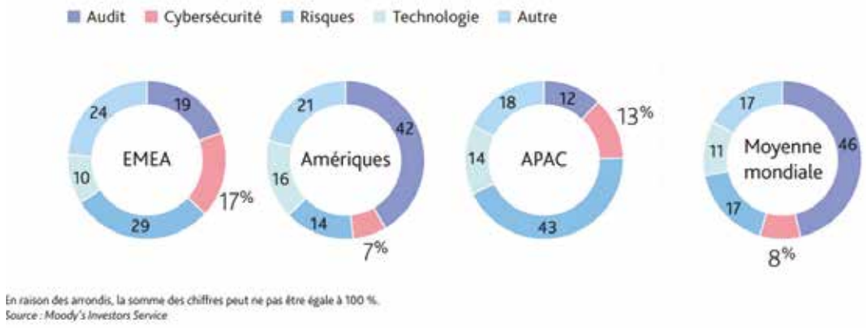
Les risques associés à un niveau de contrôle moindre des fournisseurs existants sont exacerbés par le constat que seulement 14 % des répondants de la zone EMEA exigent que les fournisseurs dont le personnel ou les produits ont accès à leurs systèmes informatiques souscrivent une assurance cybersécurité.
La zone EMEA accuse un retard considérable de ce point de vue par rapport aux Amériques, où 52 % des répondants ont déclaré exiger de leurs fournisseurs qu'ils souscrivent une assurance cybersécurité (cf. encadré 4).

À défaut de couverture, les fournisseurs, en particulier de petite taille, s'exposent au risque de subir des répercussions financières liées aux cyberattaques, voire de faire faillite. En outre, ils se privent des services supplémentaires proposés par les assureurs pour renforcer la résilience et accélérer l'intervention en cas de cyberincident.

L'assurance cybersécurité est de plus en plus utilisée, mais la région est à la traîne sur le plan de l'adoption et de la couverture par rapport aux Amériques. Le recours aux polices d'assurance cybersécurité spécialisée est particulièrement faible dans la zone EMEA parmi les répondants des secteurs des infrastructures et des collectivités locales (46 % et 25 % respectivement, cf. encadré 5) ainsi que parmi les répondants d'Europe de l'Est (17 %, contre 65% des répondants dans les pays d'Europe du Nord, de l'Ouest et du Sud).
Néanmoins, la part des émetteurs en EMEA souscrivant une assurance cybersécurité spécialisée a augmenté de

ENCADRÉ 2

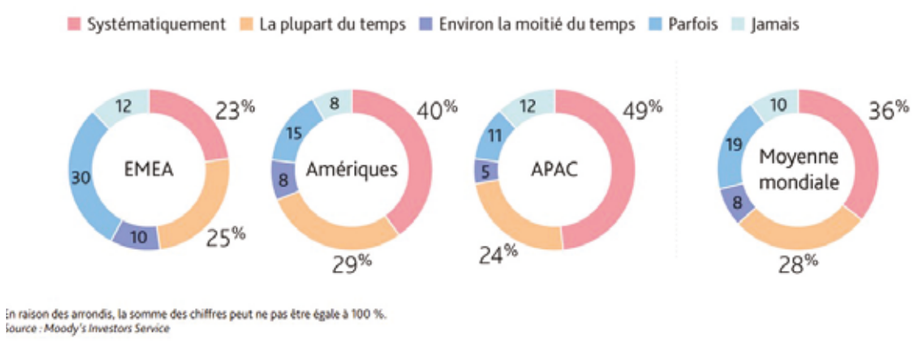
Un plus grand nombre de répondants en EMEA disposent de comités spécifiquement dédiés à la cybersécurité
Pourcentage de répondants confiant la surveillance de la cybersécurité aux comités du conseil d'administration énumérés, par région



En raison des arrondis, la somme des chiffres peut ne pas être égale à 100 %.
Source : *Moody's Investors Service*

ENCADRÉ 3

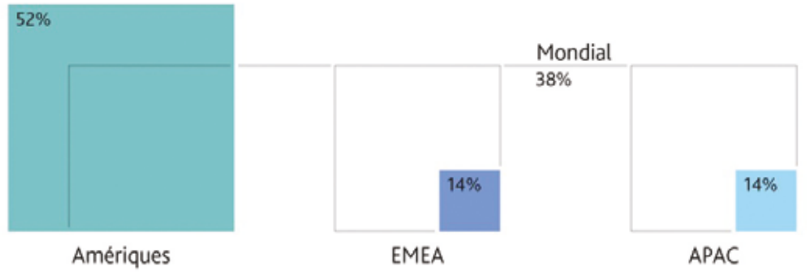
Les répondants de la zone EMEA sont moins nombreux à effectuer des contrôles de cybersécurité à l'égard des fournisseurs existants
Prévalence des évaluations de cybersécurité des fournisseurs ayant accès aux systèmes informatiques des émetteurs, par région



En raison des arrondis, la somme des chiffres peut ne pas être égale à 100 %.
Source : *Moody's Investors Service*

ENCADRÉ 4

Les fournisseurs de la région EMEA ne sont généralement pas tenus de souscrire une assurance cybersécurité
Part des répondants exigeant que leurs fournisseurs souscrivent une assurance cybersécurité systématiquement ou la plupart du temps, par région



Source : *Moody's Investors Service*

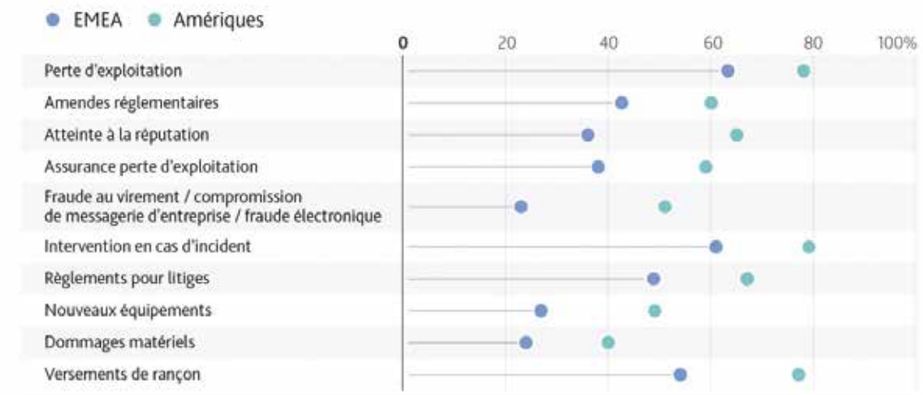
ENCADRÉ 5

Les répondants en EMEA accusent un retard d'adoption de l'assurance cybersécurité par rapport aux Amériques
Pourcentage de répondants en EMEA déclarant avoir souscrit une assurance cybersécurité distincte, par secteur

Source : *Moody's Investors eService*

ENCADRÉ 6

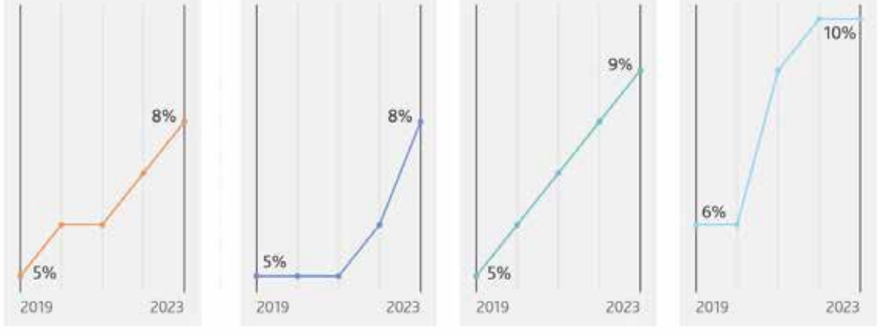
La couverture des assurances cybersécurité est plus limitée dans la zone EMEA qu'aux Amériques
Pourcentage d'émetteurs couverts pour les catégories de sinistres suivantes dans le cadre de leur police d'assurance cybersécurité, par région



Source : Moody's Investors Service

ENCADRÉ 7

Les dépenses de cybersécurité en EMEA sont inférieures à celles des autres régions
Dépenses de cybersécurité en pourcentage du budget informatique, par région (2019-2023)



Source : Moody's Investors Service

11 points de pourcentage à 64 % entre nos enquêtes de 2020 et 2023. À titre de comparaison, le taux de pénétration de l'assurance cybersécurité aux Amériques est de 85 %.

Les organisations de la zone EMEA qui souscrivent une assurance cybersécurité disposent généralement d'une couverture plus limitée par rapport à leurs homologues aux États-Unis. S'agissant des différents types de sinistres couverts étudiés dans le cadre de l'enquête (versements de rançons, amendes, remplacement d'équipements, etc.), un pourcentage plus élevé de répondants aux États-Unis ont en effet déclaré bénéficier d'une couverture en vertu de leur police d'assurance cybersécurité distincte (cf. encadré 6).

Dans un rapport publié en février, l'Agence de l'Union européenne pour la cybersécurité (ENISA) a identifié que le manque de couverture, le coût et les clauses d'exclusions comptaient parmi les principaux défis freinant une adoption plus généralisée de l'assurance cybersécurité dans l'UE.
En dépit de ces entraves, 15 % des répondants en EMEA ont affirmé qu'ils prévoyaient de souscrire plus activement des produits d'assurance cybersécurité en 2023 par rapport à 2022.

Les dépenses de cybersécurité sont inférieures à celles des autres régions. Les dépenses en cybersécurité dans la zone EMEA ont progressé de 84 % entre 2019 et 2023, mais sont ressorties inférieures aux niveaux observés aux Amériques et dans la zone APAC en pourcentage des dépenses informatiques .

Les dépenses de cybersécurité en EMEA (cf. encadré 7), en pourcentage des dépenses informatiques se sont élevées à 5 % en 2019, un niveau comparable aux Amériques (5 %) et à la zone APAC (6 %). Toutefois, au cours des années qui ont suivi, ce ratio est resté stable dans la zone EMEA, tandis qu'il a progressé dans les autres régions. En 2021, les répondants de la zone APAC ont dépensé presque deux fois plus en pourcentage des dépenses informatiques, à 9 % contre 5 % pour la région EMEA. Les dépenses ont néanmoins augmenté en 2022 et 2023, plaçant la région EMEA (8 %) juste derrière les Amériques (9 %) et la zone APAC (10 %).

Dans nos perspectives 2023 sur la cybersécurité, nous avons mis en évidence un déplacement, en 2022, des attaques de rançongiciel des États-Unis vers des régions qui avaient été largement épargnées. La part mondiale des attaques de rançongiciel ciblant les ÉtatsUnis est tombée à 45 %, contre 65 % entre 2020 et 2022, mais a augmenté à 31 % contre 22 % en Europe, et à 18 % contre 9 % pour la zone APAC.
Selon toute vraisemblance, le ciblage accru de ces régions a contribué à l'augmentation de la part de la cybersécurité dans les budgets informatiques, et la croissance continue des dépenses de cybersécurité sera au moins en partie tributaire de l'évolution de la répartition géographique du ciblage par les cybercriminels.

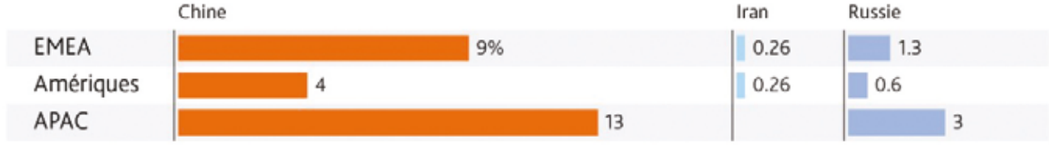
Les facteurs géopolitiques se reflètent dans les décisions d'externalisation. L'espionnage économique et le vol de propriété intellectuelle sont en hausse. Les résultats de l'enquête révèlent que les décisions relatives au lieu de développement de la propriété intellectuelle sont fortement influencées par les tensions géopolitiques actuelles, que ce soit des conflits militaires actifs en Ukraine et à Gaza aux relations tendues entre les États-Unis et la Chine. Les réponses à l'enquête soulignent que les répondants de la zone EMEA sont beaucoup plus enclins à développer de la propriété intellectuelle en Chine par rapport à ceux des Amériques, tandis que les répondants de la zone APAC sont les plus susceptibles d'être actifs sur ce point en Chine. S'agissant de la Russie, 0.6 % des répondants des Amériques, 1.3 % des répondants de la zone EMEA et 3 % des répondants de la zone APAC déclarent mener des activités de développement de propriété intellectuelle dans le pays.
Un nombre négligeable de répondants ont déclaré développer de la propriété intellectuelle en Iran (cf. encadré 8).

Ces résultats s'expliquent vraisemblablement par des préoccupations de sécurité nationale, qui sont devenues de plus en plus perceptibles dans le monde entier. En décembre 2022, l'administration du président américain Joe Biden a ainsi interdit l'approbation de nouveaux équipements de télécommunications fournis par des entreprises chinoises. En juillet, les autorités russes ont, quant à elles, banni l'utilisation d'appareils Apple à des fins professionnelles dans divers ministères et institutions gouvernementales. Les sanctions internationales contre l'Iran et la Russie ont par ailleurs nui à leur attrait du point de vue de la conduite des affaires.

Les cyberattaques impliquant le vol de propriété intellectuelle sont généralement moins visibles que les attaques perturbatrices comme les rançongiciels. Mais si les cas médiatisés de vol de propriété intellectuelle découlant d'une cyberattaque sont rares, celui de la compagnie d'éoliennes American Superconductor illustre à quel point ils peuvent être préjudiciables.
D'après CBS News, la société a perdu plus d'un milliard de dollars en valeur actionnariale et a été contrainte de licencier 600 de ses 900 collaborateurs après que l'un de ses ingénieurs a remis le logiciel propriétaire de la société sous forme de code informatique à une entreprise publique de fabrication de turbine d'éoliennes dans un autre pays.

ENCADRÉ 8

externalisation du développement de la propriété intellectuelle est influencée par la géopolitique
urcentage de répondants développant de la propriété intellectuelle dans certains pays, par région



urce : Moody's Investors Service

[2] À la suite d'entretiens avec des opérateurs de services essentiels européens
[3] Mesurer les dépenses de cybersécurité en pourcentage des dépenses informatiques est une méthode couramment utilisée pour comparer les dépenses de cybersécurité entre des organisations de différentes tailles

Vœux 2024
Retour en images sur la soirée

Le 25 janvier dernier, l'Af2i présentait ses vœux à ses Membres Actifs et à ses Membres Partenaires à l'Hôtel de Poulpry. En présence d'une centaine d'invités, la soirée fut un succès avec une allocution d'Hubert Rodarie, président de l'Af2i, suivie d'une présentation par Christophe Bories, Chef du service du financement de l'économie au Trésor, de ses objectifs et des principaux chantiers engagés.

Succès de la 2e édition des EFD

Les Entretiens de la Finance Durable, organisés le 15 décembre 2023, avaient pour objectif de stimuler les échanges entre académiques et professionnels sur les sujets de finance durable. Cette manifestation d'une journée s'est tenue le 15 décembre 2023, dans les locaux parisiens de Kedge et a réuni 130 personnes. Organisée par l'AFFI, en partenariat avec l'Af2i et l'Amafi, elle était soutenue par treize associations professionnelles et institutions financières.

Après un mot de bienvenue de Jean-François Gajewski, président de l'AFFI, Hubert Rodarie, président de l'Af2i, a introduit la matinée en insistant sur l'importance de passerelles entre praticiens et universitaires. Il a décrit le retour des institutionnels en matière de responsabilité actionnariales. Puis se sont succédées trois tables rondes sur des thèmes d'actualité choisis avec les organisations professionnelles représentant les entreprises, les intermédiaires financiers et les investisseurs soutenant l'événement.
Ces tables rondes étaient introduites par un universitaire présentant une synthèse des recherches scientifiques sur le sujet choisi afin que le débat avec les professionnels participants au panel puisse éclairer les apports et les manques des connaissances en la matière.

La première table ronde portait sur les reporting extra financier des entreprises et a été introduite par Jean-Laurent Viviani professeur à Rennes. Emmanuel Millard, président de la DFCG, a évoqué les évolutions réglementaires récentes, Frédéric Pinglot de Schneider Electric indiqué les questions de mises en oeuvre et Meriem Ben Boubaker plusieurs aspects internationaux.

La deuxième table ronde était consacrée à la perception des questions financières et extra financières par les particuliers. Philippe Dupuy, professeur à Grenoble Ecole de Management, a présenté les travaux récents qui ont été discutés au regard de la réglementation actuelle par Catherine Balençon de l'Amafi, Adina Gurau Audibert de l'Afg et Moumina Boutchich de la Banque Postale qui a également présenté les résultats d'une enquête sur la clientèle de la Poste.

Enfin la dernière table ronde, portant sur les questions climatiques en matière d'investissement, a débuté par l'exposé de Tristan Jourde de la Banque de France.
Animée par Jean-François Boulier président d'honneur de l'Af2i, elle a permis à Patrick Uelfeti du fonds de pension suisse Publica, à Jean-François Coppenole d'Abeille Assurances et à Philippe Taffin de FranceAssureurs de présenter des méthodologies de prise en compte des risques climatiques par les investisseurs et leur degré d'adoption par les assureurs français.

L'après midi était consacrée à des communications scientifiques traitant de finance durable avec un angle spécifiquement appliqué aux problèmes pratiques. Elle a débuté par l'exposé de Sébastien Pouget professeur à Toulouse, portant sur l'influence des émissions de carbone sur valorisation des obligations émises par des entreprises américaines.

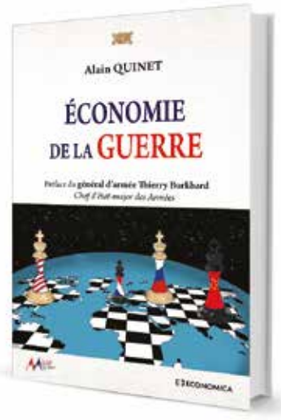
Dix huit contributions, présentées et discutées pendant l'après midi ont porté sur l'ensemble des sujets relatifs à la finance durable, les risques, les aspects macro économiques, les aspects politiques, la gestion de portefeuille, les préférences des investisseurs, l'engagement environnemental ou social et la diversité.
Deux articles ont été primés, l'article de Tristan Jourde et Arthur Stalla Bourdillon intitulé «Environmental Preferences and Sector Valuations» a reçu le prix du meilleur article de la conférence et l'article de Diana Pop, Caroline Marie Jeanne et Régis Dumoulin intitulé «Socialum or the Financial Price of Social Responsability» a reçu le prix de la chaire Kedge LCL. **J-F Boulier**

Prix Turgot 2024

Lors de la 37e Cérémonie de remise des Prix Turgot, qui a eu lieu le 19 mars 2024 à Bercy. Hubert Rodarie a remis à Michel Mailloux, le Prix Spécial Francophone, pour son ouvrage Robots Financiers et IA, publié aux éditions Franel.

GRAND PRIX TURGOT 2024

Le lecteur de l'ouvrage d'Alain Quinet est littéralement transformé en élève-officier. Afin de répondre aux questions posées par la guerre et par la paix, l'auteur croise plusieurs disciplines : économie politique, psychologie, sociologie, géopolitique, stratégie militaire…
Il conjugue les principaux concepts et modèles relevant de ces différents domaines pour expliquer les stratégies et les tactiques de conquête et de défense des États-nations. Ses réflexions sont particulièrement utiles pour comprendre les discours et les comportements des gouvernants et des chefs militaires dans le contexte actuel d'affrontement entre blocs autoritaires et démocratiques. Elles constituent une leçon d'économie politique à la fois fondamentale, actuelle et originale. Adam Smith n'écrivait- il pas : « la défense est plus importante que l'opulence » ?
L'auteur montre notamment que la mondialisation des échanges commerciaux a accru le bien-être des populations, mais a également créé de nouvelles dépendances et vulnérabilités. La puissance publique est désormais un bien commun fondé sur trois piliers : l'économie, la capacité militaire (hard power) et l'influence (soft power). La « projection » de la puissance d'un État repose sur une large palette de leviers modulables en fonction de stratégies « hybrides ». Sa souveraineté repose sur une certaine autonomie en ressources essentielles qui ne peut plus désormais s'acquérir que dans le cadre d'alliances économiques et/ou politiques, plus ou moins stables, qui permettent d'alléger les contraintes pesant sur chaque État. Ce dernier assume notamment des rôles de producteur, de client et de financeur des armements. Il est ainsi soumis à un « dilemme de sécurité », transposé du fameux « dilemme du prisonnier ». Il est souvent conduit à opter pour une solution de marchandage plutôt que de s'engager dans un conflit armé, parfois inévitable. L'histoire montre que les guerres peuvent être engagées pour des raisons rationnelles ou irrationnelles, et parfois tomber dans la « trappe de Thucydide ».
L'auteur observe que l'art de la guerre repose de plus en plus sur l'innovation technologique, dont l'objectif de la programmation des dépenses militaires est de trouver le « juste niveau » permettant de renforcer la sécurité du pays tout en optimisant à long terme les retombées civiles de la recherche et de la production militaires. L'auteur montre enfin l'intérêt de fonder les décisions des stratèges sur des analyses coûts-avantages et coûts-efficacité des activités de défense orientées vers la réduction du niveau de menace de conflit.



Economie de la Guerre,
Alain Quinet,
Economica éditions,
266 pages.
(Préface du général d'armée Thierry Burkhard, Chef d'état-major des Armées)

MENTION D'HONNEUR 2024

L'auteur soutient que la 3e guerre mondiale a été engagée en septembre 2022 avec le sabotage des gazoducs Nordstream, dont les auteurs restent inconnus. Cette forme de guerre moderne touche les installations vitales des pays impliqués et repose sur des manipulations, des piratages informatiques et des menaces de divers types.
Après avoir rappelé le rôle essentiel exercé dans les guerres par la maîtrise des sources d'énergie, Fabien Bouglé montre que l'énergie est un enjeu de souveraineté, un levier du développement économique et un facteur d'équilibre de la géopolitique mondiale. Il révèle les raisons de la crise énergétique actuelle, qui résulte notamment d'une confrontation entre les États-Unis, 1ere puissance nucléaire et 1er producteur et exportateur mondial d'énergies (grâce au gaz de schiste, au GNL et à l'hydrogène) et la Russie, 2e producteur de gaz naturel et de pétrole, et 3e puissance nucléaire.
L'auteur analyse la tactique russe de pénétration des réseaux gaziers en Europe, puis le dérèglement de la stratégie européenne de l'énergie après l'invasion de l'Ukraine, marqué notamment par la rupture de l'Alliance Euratom. Il décrit la nouvelle « vassalisation » de l'Europe par les États-Unis, puis révèle les liens plus ou moins occultes entre les producteurs d'énergie fossile et les ONG écologiques.
L'ouvrage est clairement structuré, solidement documenté, illustré de nombreuses citations et rédigé dans un style vivant et didactique

Guerre de l'énergie,
Fabien Bougle,
Editions du Rocher,
290 pages.

PRIX SPÉCIAL FRANCOPHONE

Dans son dernier ouvrage, Michel Mailloux, présente les différentes étapes du développement de la robotique, en tant « qu'ensemble de progiciels pouvant interagir de manière intelligente avec des humains », de l'algorithmie et de l'intelligence artificielle. Puis il identifie les compétences dont les robots devront faire preuve dans le cadre des relations entre des conseillers financiers et leurs clients.
L'originalité de cet essai d'une lecture exigeante, réside dans son approche conjuguant des principes moraux et des considérations techniques.
L'auteur se définit lui-même comme un « éthicien de la finance », c'est-à-dire un oxymore. Il concentre sa réflexion sur les « Cobots », néologisme intégrant Conseillers et Robots. L'auteur disserte sur l'éthique normative qu'il décline selon trois axes ; l'éthique conséquentialiste qui met l'accent sur les conséquences de nos actions, l'éthique déontologique, qui se concentre sur les notions de devoir et d'impératif moral. L'auteur distingue enfin l'éthique de la vertu qui recouvre les traits de caractères dont témoignent les actions.
Selon Michel Mailloux, l'avenir du conseil financier réside dans l'optimisation du partage des compétences entre le robot et le conseiller. Le robot, par sa capacité quasi-infinie en matière d'analyse de données, de digestion de normes et réglementations en perpétuelles évolution, permettra au conseiller d'avoir accès à une analyse plus poussée qui lui permettra de concrétiser un plan financier adapté. Il pourra se concentrer sur les variables endogènes portant sur les intentions et les attitudes des clients. Mais pour combien de temps encore, l'intelligence émotionnelle, l'approche culturelle, l'aptitude à la communication et à la négociation, resteront-ils encore l'apanage du conseiller humain ?

Robots financiers et IA,
Editions Franel,
200 pages.

Revue de presse

LU POUR VOUS

Pour une IA « *imago hominis* » ?

Christian Walter

Conseiller scientifique **Af2i**

Actuaire agrégé HDR section 6 CNU

Membre associé **Laboratoire d'anthropologie polique (LAP-LACI, UMR 8177 CNRS-EHESS)**

C'est à un exercice de réflexion et d'anticipation que nous convient Jean-Philippe Desbiolles et Grégoire Colombet dans *Humain ou IA ? Qui décidera du futur ?*

la question est évidemment de savoir comment agir, décider et de nous demander qui, de l'humain ou de l'intelligence artificielle (IA), décidera de notre avenir. La dramatisation fait partie du projet éditorial de Jean-Philippe Desbiolles et Grégoire Colombet, ce qui le rend d'emblée

cations de l'IA, dirige quant à lui la société IBM AI Decision Coordination.

Le style est léger et clair. Les auteurs n'hésitent pas à adopter une perspective narrative pour rendre vivant leur propos. Dans l'avant-propos, l'un des auteurs s'interroge – au cours

Investisseur institutionnel - **Laurent Deborde,** directeur des investissements, Aéma Groupe

« Il faut être prudent dans ses anticipations de rendement pour le non-coté »

Né en 2020 du rapprochement entre Macif et Aésio, le groupe Aéma a totalement changé d'échelle en absorbant, l'année suivante, l'ex-Aviva France. Si les trois assureurs restent très autonomes dans leurs choix d'allocation, le groupe s'est tout de même doté d'un directeur des investissements pour coordonner les pratiques et faciliter les synergies avec le gestionnaire d'actifs maison, Ofi Invest.

« Alors que dans la gestion d'actifs, les activités d'Aviva Investors France et d'Ofi AM ont été complètement fusionnées, nous fonctionnons, au niveau de l'assurance, de façon décentralisée. »

Orano élargit son horizon de sélection de gérants

L'entreprise investit une poche à long terme d'environ 8 milliards d'euros et vient de sélectionner un gérant actions avec un nouvel outil.

Publié le 29 janvier 2024 à 19:12

Laurence Pochard

L'AGEFI

Bonnes feuilles

L'entreprise, une affaire de cœur

Les dirigeants aiment partager leurs expériences, de préférence réussies. Ces témoignages sont écrits parfois dans le feu de l'action, parfois après avoir abandonné les rênes du pouvoir.

Le livre d'Hubert Joly rentre dans cette deuxième catégorie. L'auteur a eu un brillant parcours en passant d'HEC, au conseil stratégique en particulier au sein du cabinet Mc Kinsey, à la direction de grandes entreprises françaises, puis américaines. La dernière qu'il a dirigé, Best Buy, avec 125 000 employés, est un grand distributeur de produits électroniques auprès du public. Mais Best Buy était alors au bord du gouffre et Hubert Joly a su la ramener à la rentabilité et au développement. Actuellement, Hubert Joly enseigne à Harvard. Ce livre, écrit en langue anglaise en collaboration avec une journaliste Caroline Lambert, se situe entre plusieurs genres. C'est à la fois un livre de témoignage, par les récits d'expériences vécues, personnelles ou de collaborateurs, mais c'est aussi un livre de conseil non seulement à des dirigeants, mais également aux salariés, on pourrait donc le qualifier de livre de développement personnel et enfin c'est un livre de réflexions plus globales sur l'entreprise, sur ce qu'elle a été et sur ce qu'elle devrait être. Cet ouvrage a connu un large succès. Il est facilement accessible, voire pédagogique, avec une construction quasi systématique. En effet, la plupart des chapitres débutent sur une expérience humaine qui débouche sur une réflexion que l'auteur s'efforce de valider par des références universitaires, d'études ou de sondages. Puis, en conclusion, quelques questions sont posées pour que le lecteur puisse se situer face aux sujets étudiés.

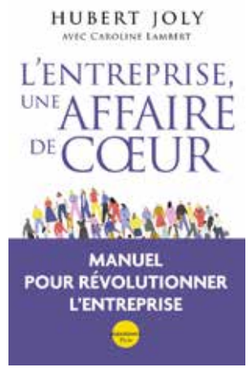
Quel est l'axe principal du livre ?

Le titre anglais avec une ambiguïté donne la réponse : *The Heart of Business*, le cœur des affaires ? Mais la traduction en français est plus claire : c'est le cœur, le symbole de l'humain. Là où la démotivation, la procédurisation des activités ont eu pour résultat un certain desséchement et finalement un désengagement des salariés, Hubert Joly se propose de remettre dans le bon sens, collaborateurs, dirigeants et pour finir l'entreprise.
Un des premiers points saillants du livre est la proposition de redéfinir la finalité de l'entreprise. Hubert Joly s'oppose à la conception de l'entreprise attribuée à Friedmann comme principalement focalisée sur la valeur ajouté apportée aux actionnaires. Pour lui, mettre le profit des actionnaires comme finalité est une erreur, voire contreproductif. Toutefois, même si ce discours n'a pas encore complètement traversé l'Atlantique, cette position est loin d'être originale. L'auteur précise ainsi que l'association des dirigeants des plus grandes entreprises américaines, la puissante Business Roundtable (BRT) partage ce point de vue. Après avoir en 1997 affirmé que l'intérêt de l'actionnaire primait[1], depuis 2019 cette association affirme que la finalité de l'entreprise est le bien commun[2] et que son activité doit bénéficier à toutes les parties prenantes. L'auteur développe ainsi la nécessité de donner à toute entreprise ce qu'il appelle une cause noble, une raison d'être selon la terminologie adoptée en France avec la loi Pacte (2019). Cette cause noble permet une adhésion et une valorisation de tous ceux qui participent au sein et à l'extérieur de l'entreprise à la réalisation de cette cause.
Dans l'ensemble l'auteur se fonde sur une anthropologie de l'homme assez classique, principalement judéo-chrétienne, qu'il signale comme en accord avec d'autres traditions. Cela lui permet de définir ce qu'est le travail pour l'être humain et comment celui-ci, pour combler ses aspirations, doit intégrer les dimensions personnelles, familiales, relationnelles voire, solidaires des collaborateurs. L'auteur s'oppose en ce sens aux démarches qui s'efforcent de ne considérer dans les activités économiques que les aspects de la personne utiles à ces activités. Cette dimension holistique est éminemment sympathique et tend à faire de l'entreprise pour chaque collaborateur un lieu de réalisation personnelle qui le rend heureux et donc toujours plus productif. Et ce, d'autant plus qu'il s'est appliqué à lui-même cette exigence. Il montre ainsi qu'une certaine modestie, une volonté à ne pas apparaître comme un super héros, lui ont permis de faire s'exprimer les talents autour de lui. Cette déconstruction du DG, pardon du CEO superman, on aurait dit auparavant Rex et Imperator, est donc aussi une façon de définir, ce qu'est, ou ce que devrait être l'exercice de l'autorité par le dirigeant d'une entreprise. De fait, à la lecture on a l'impression que son départ de la société s'inscrit comme une suite logique de ce mouvement d'effacement progressif après des débuts où ses décisions se sont imposées clairement.

> “
> L'entrepreneur [...] doit à tout prix éviter d'apparaître comme un patron, c'est-à-dire comme un agent économique extrayant de la plus-value et comme un maître régnant sur ses subordonnées.

Spiritualisation de la figure du patron

Hubert Joly se place ainsi dans une tendance à la spiritualisation de la figure du patron et qui devient l'entrepreneur. Cette tendance, le sociologue Anthony Galluzzo l'a relevée chez les patrons de la Silicon Valley[3], et notamment pour Steves Jobs. « *L'entrepreneur, élaborant son geste créateur doit à tout prix éviter d'apparaître comme un patron, c'est-à-dire comme un agent économique extrayant de la plus-value et comme un maître régnant sur ses subordonnées. Il lui fut alors appartenir au monde éthéré des idées et donc s'éloigner des trivialités de la production.* » Et plus loin Galluzzo parle de « dimension quasi-christique », attribuée à Steve Jobs et donc aux entrepreneurs.
Il est clair que dans les métiers de la distribution de produits électroniques, le « produit » spécifique dont l'entreprise extrait sa valeur ajoutée est l'acte de vente. Celui-ci est immatériel, il est une expression de la relation entre l'acheteur et le vendeur.
Sa trivialité est donc très réduite dès lors que les deux acteurs restent des personnes humaines, contrairement à Apple qui doit effacer toute allusion aux matériaux : lithium, plastiques, métaux, cobalt, à leurs conditions d'extraction, à la fabrications de pièces et aux opérations d'assemblages. Il est ainsi plus facile pourrait-on dire de prôner le cœur humain d'une entreprise telle que Best Buy dès lors qu'elle ne peut exister sans l'humain[4].
Mais ce mouvement d'effacement pour faire grandir son entourage est-il la seule motivation de cette disparition progressive du commandement ? Cet effacement est-il ainsi l'inévitable devenir ultime de l'autorité et des relations de pouvoir ? Cette perspective de création de communautés dont l'orientation vers une cause noble ne nécessite plus qu'une animation, ne peut-elle pas être un leurre, utile pour ceux qui souhaiteraient masquer des réalités plus rudes ?
Voilà autant de questions qu'il sera intéressant de se poser, et notamment en revenant sur l'autorité, sa nécessité et les interactions avec les principes d'organisation des activités économiques.
Ce n'est pas le moindre mérite de ce livre, sympathique et qui se lit d'une traite, d'ouvrir ce champ de réflexions essentielles. **H. Rodarie**



L'entreprise, une affaire de coeur - Libérer la magie humaine au service du bien commun,
Hubert Joly,
Préface de Jacques Lecomte
Editions Plon,
384 pages.

[1] *Voir par exemple dans » les principes de gouvernance » du BRT (2001) page 4: "It is the responsibility of management to operate the corporation in an effective and ethical manner in order to produce value for stockholders".*
[2] *Voir sur le site de l'association la déclaration adoptée en août 2019 qui confirme que « l'engagement inébranlable du monde des affaires à continuer de promouvoir une économie au service de tous les Américains »*
[3] *Anthony Galluzzo, le mythe de l'entrepreneur, défaire l'imaginaire de la Silicon Valley, Zones, 2023.*
[4] *L'alternative dans cette activité est le e-commerce où une « plateforme » donne accès aux acheteurs à des stocks de produits, ou services à la vente et ce, sans vendeur. C'est une industrialisation de la traditionnelle vente par correspondance renouvelée et au-delà, par de puissants moyens informatiques.*

La vie de l'Af2i

Les nouveaux rendez-vous

Les matinées-débats

Le but : faire rencontrer et dialoguer les membres un intervenant de qualité, expert, universitaire ou dirigeant, sur un sujet phare de l'actualité.
Le lieu : en présentiel, à l'Af2i de 9 heures à 10h30.
La première édition s'est tenue **le 29 février 2024, avec Frédéric Encel**, Docteur en géopolitique, professeur de questions internationales à Sciences-Po Paris, et directeur de recherches à l'Institut français de géopolitique, est venu exposer sa vision du conflit israélien, de ses conséquences, immédiates et à terme sur les grands équilibres au Moyen-Orient. La deuxième édition se tiendra en juin nous vous communiquerons les sujet et l'intervenant prochainement.

Les soirées Ciné-finance

Le but : après la projection d'un film, aborder de façon informelle et interactive un thème lié à l'investissement, l'argent, la régulation, les marchés…
Un intervenant lancera le thème
Le lieu : projection privée dans un cinéma de 18 à 20 heures suivie par un verre.
La date et le film à venir…

Le séminaire Chronos-Af2i

Le but : faire rencontrer et dialoguer les chercheurs et les professionnels sur les sujets de régulation notamment en matière ESG.
Le lieu : en présentiel, ou en visio à l'Af2i de 17 h à 18h 30.
La première édition s'est tenue **le 18 mars 2024**, **Erwan Lamy**, professeur associé à l'ESCP Business School est venu faire présenter une proposition de régulation "endogène" des décisions fondées sur des critères extrafinanciers (ESG notamment). La deuxième édition se tiendra en septembre nous vous communiquerons les sujets et l'intervenant prochainement.

Nouvelles des GT

Les commissions de l'Af2i peuvent concentrer leurs efforts sur certains sujets en constituant des Groupes de travail (GT). Trois GT sont en cours actuellement.

GT Questionnaire ESG multi-classe d'actif Af2i

Le but : Issu de la Commission Investissement Responsable, ce GT sous la direction de Jean Bernard Ott (CAVP), a été constitué en 2023 pour rédiger un questionnaire unique utilisé par les institutionnels pour répondre aux demandes réglementaires. Regroupant 15 institutions, il a permis l'envoi en 2023 d'un questionnaire au quel ont répondu 137 SGP.

Pour l'édition 2024, 10 institutions se sont jointes au premier groupe. Un nouveau questionnaire a été élaboré en enrichissant et ajustant les questions après analyse des réponses.

Résultat des travaux :
Le questionnaire a été envoyé le 3 avril 2024, la synthèse des réponses interviendra en octobre 2024. Le GT est assisté par le groupe Hexagone.

GT Titres de créances

Le but : Issu de la Commission Risques et Produits d'Investissement, ce GT est sous la coprésidence de Valérie Stozenbach (EDF) et Eric Dubos (MACSF). Il a été constitué pour travailler et se former sur les conséquences des nouvelles lois françaises sur le traitement des entreprises en situation d'insolvabilité, qui a pour effet de dégrader de façon substantielle la qualité des créances détenues par les investisseurs.

Résultat des travaux :
8 réunions ont permis d'expliciter aux participants les nouvelles procédures de traitement de l'insolvabilité et le rôle des différents acteurs de ces procédures. Un document est en cours de rédaction et dont la date de parution est prévue pour la fin avril 2024. Il permettra de clarifier les points étudié. Il donnera des recommandations aux investisseurs sur la rédaction des clauses des contrats de prêts.

GT Allocation stratégique

Le but : Issu de la Commission Risques et Produits d'Investissement, sous l'initiative de Jean-Philippe Guillou (EDF), il est présidé par Salwa Bousseskaya (FRR).
Il a pour but de faire un point sur les évolutions des outils et méthodes, pour justifier une allocation stratégique. Sa première réunion se tiendra courant mai 2024.

af2i
association française des
investisseurs institutionnels

Retrouvez toute l'actualité de l'Af2i sur son site Internet
www.af2i.fr