



# Active is: une approche dynamique de la gestion assurantielle

Changement climatique, préservation du bilan, évolutions réglementaires : comment la gestion d'actifs assurantielle répond aux enjeux du secteur et permet de naviguer dans un environnement complexe ?

Document réservé aux investisseurs professionnels

Value. Shared.

**Allianz**   
Global Investors

## La gestion assurantielle, métier historique d'Allianz Global Investors

**Encours en gestion assurantielle**  
(Groupe Allianz et assureurs tiers)

**162**  
**milliards d'euros**

(au 31/03/2020)  
d'actifs cotés et non cotés  
dont

**30 milliards**

de positions dérivés  
(en nominal)

### L'une des plus solides équipes de gestion assurantielle en Europe

Les portefeuilles d'Allianz et de nos clients  
assureurs tiers sont gérés par une même équipe  
afin d'offrir un parfait alignement d'intérêts.

#### 50 gérants, en Europe :

- réunis au sein de l'équipe « Insurance and LDI »,  
sous la responsabilité d'un unique Directeur des  
investissements
- bénéficiant de l'appui des plus de 800 professionnels  
de l'investissement d'AllianzGI

Ces ressources permettent une approche active de  
la gestion, au sein d'un univers d'investissement  
aussi large que possible.

# 125 ans

Le groupe Allianz, notre maison-mère,  
investit sur les marchés de capitaux  
depuis plus de 125 ans.

Ce long historique nous a permis de bâtir  
une très solide expérience de la gestion sous  
contraintes assurantielles (normes comptables  
internationales et locales, gestion actif-passif,  
directive Solvabilité 2...), marquée par  
différents cycles de marchés.

Nous avons établi une organisation,  
des outils et des stratégies d'investissement  
spécifiques pour accompagner les assureurs  
au-delà de la seule gestion de leurs actifs.

### risklab, pôle de conseil aux assureurs d'AllianzGI

L'équipe risklab offre à nos clients assureurs  
des capacités de conseil et des solutions sur  
mesure, afin de les accompagner dans  
l'atteinte de leurs objectifs d'investissement.

**50** analystes quantitatifs et consultants

Plus de **15** ans d'expérience du conseil en  
investissement et en gestion des risques

Plus de **80** milliards d'euros en mandats  
de conseil

# Sommaire

- 4 Entretien**  
Tobias Pross, CEO, Allianz Global Investors  
« Bien appréhender les enjeux des acteurs de l'assurance est profondément inscrit dans notre ADN »
- 6 Réglementation**  
Solvabilité 2, IFRS 9, IFRS 17 : vers une approche plus dynamique du bilan, harmonisée à l'échelle européenne
- 8 Investissement responsable**  
La prise en compte du changement climatique est plus que jamais une thématique prioritaire
- 10 Entretien**  
Franck Dixmier, Global Fixed Income CIO, Allianz Global Investors  
« Nous sommes historiquement structurés pour répondre aux exigences du premier assureur mondial »
- 12 Investissements : Actif-Passif**  
Un besoin de mieux intégrer le profil actif-passif dans la construction des portefeuilles
- 14 Investissements : Optimisation assurantielle**  
Les stratégies d'optimisation assurantielles gagnent l'ensemble des classes d'actifs
- 15 Investissements : Recherche crédit**  
Une recherche crédit solide au bénéfice de la quête de rendement
- 16 Investissements : Gestion de la duration**  
La gestion de la duration reste un enjeu crucial pour les investisseurs long terme
- 17 Investissements : Dette privée**  
La dette privée corporate requiert des capacités de sourcing et d'analyse spécifiques
- 18 Témoignage**  
Matthias Seewald, Membre du Comité Exécutif et Directeur des Investissements, Allianz France  
« Les positions dérivés intègrent une dimension stratégique pour renforcer la capacité d'adaptation de nos allocations stratégiques à l'environnement »
- 19 Service client**  
Un processus d'accompagnement sur mesure

## Entretien

# « Bien appréhender les enjeux des acteurs de l'assurance est profondément inscrit dans notre ADN. »

**Tobias Pross,**  
CEO, Allianz Global Investors

## En quoi l'univers des assureurs est-il primordial pour Allianz Global Investors ?

Les assureurs détiennent une part significative des actifs institutionnels à l'échelle mondiale, ce qui constitue une source de stabilité à long terme pour l'économie. Or, Allianz Global Investors gère quelque 200 milliards d'euros (au 31 mars 2020) pour le compte d'assureurs. Notre maison-mère, le groupe Allianz, est historiquement notre plus gros client, aussi nous avons acquis une expérience approfondie de leurs besoins d'investissement. Bien appréhender les enjeux des acteurs de l'assurance est donc profondément inscrit dans notre ADN. Ils représentent un segment de clientèle primordial à nos yeux du fait de notre héritage. Nous gérons des actifs pour le compte d'assureurs tiers depuis les années 1950 et notre riche savoir-faire nous permet d'apporter un soutien pertinent à leurs processus d'investissement. Grâce à notre dimension mondiale combinée à notre forte empreinte régionale, nos clients du secteur de l'assurance bénéficient de notre connaissance des marchés et des réglementations en vigueur, tout en ayant accès à nos ressources d'investissement globales pour apporter performance, diversification et résilience à leurs actifs.

## Quelles sont les spécificités de votre approche vis-à-vis du secteur de l'assurance ?

En premier lieu, nous devons tenir compte du fait que nous ne rencontrerons jamais deux assureurs identiques. Nous devons bien comprendre en amont les besoins, les contraintes de nos clients, en vue de nouer un dialogue permanent avec eux et de permettre à chacun d'atteindre ses objectifs. Par ailleurs, nous sommes convaincus que la construction de portefeuille ne se limite pas à la recherche de performance, aussi nous prenons en compte les aspects réglementaires et comptables, ainsi que les questions d'optimisation des fonds propres et de gestion des risques, qui sont toutes



stratégiques pour les assureurs. Être capables de gérer des actifs en tenant compte de l'impact de ces facteurs sur chaque décision d'investissement constitue un prérequis pour les accompagner. Le modèle économique de nos clients, lié à leurs diverses lignes de métier (vie, IARD), à la structure de leurs bilans et à leurs objectifs stratégiques, revêt aussi une grande importance. Afin d'être en phase avec ces exigences complexes, nous conseillons à nos clients des solutions sur mesure en nous appuyant sur « risklab », la plateforme de conseil en investissement et en gestion des risques d'AllianzGI. Dans ce cadre, nous construisons avec nos clients assureurs de véritables partenariats, qui reposent en particulier sur des capacités de modélisation de pointe, ainsi que des expertises en gestion des risques et en investissements alternatifs.

## Quelle est la proposition de valeur d'AllianzGI à ses clients assureurs ?

Tout d'abord, notre longue expérience de la gestion d'actifs assurantielle nous permet de



« Nous nous distinguons par une culture du co-investissement, qui se traduit par la possibilité offerte à nos clients tiers d'investir aux côtés d'Allianz, ce qui illustre un fort alignement d'intérêts. »

Tobias Pross, CEO, Allianz Global Investors

développer des solutions sur mesure en vue de répondre aux exigences spécifiques de nos clients assureurs. Concrètement, notre division « Insurance and LDI » regroupe 50 gérants de portefeuille, à qui a été confiée la gestion de près de 132 milliards d'euros d'actifs en conformité avec les contraintes comptables et réglementaires propres aux assurances, pour le compte d'Allianz et de clients tiers du monde entier. Notre approche vise en particulier à optimiser le niveau de fonds propres requis sous le régime Solvabilité 2 sur des classes d'actifs spécifiques, à travers des stratégies dérivées dédiées. Cette connaissance approfondie de la gestion d'actifs assurantielle positionne l'équipe comme un partenaire idéal pour les clients cherchant à optimiser leurs portefeuilles.

#### **Dans cette perspective, quel est l'apport de vos offres d'investissements alternatifs ?**

Notre plateforme d'investissements alternatifs, dont l'encours a dépassé 82 milliards d'euros (au 31 mars 2020), offre à nos clients du secteur de l'assurance un large éventail de stratégies

consacrées aux marchés privés. À l'origine dédiée à notre stratégie de dette d'infrastructure en 2012, cette plateforme a rapidement été étendue à d'autres segments, dont la dette privée et le private equity, ainsi que l'investissement dans les énergies renouvelables et les infrastructures. Au sein de cet univers, nous nous distinguons par une culture du co-investissement, qui se traduit par la possibilité offerte à nos clients tiers d'investir aux côtés d'Allianz, ce qui illustre un fort alignement d'intérêts. L'engagement d'Allianz envers nos stratégies dédiées aux marchés privés garantit que les nouvelles stratégies que nous lançons intègrent bien les exigences spécifiques aux acteurs du secteur de l'assurance, en termes d'élaboration de stratégies, ainsi que d'offres de services concernant la documentation, la gestion des risques et le reporting. Outre notre expertise de la gestion de portefeuille, nous visons en effet l'excellence sur le plan opérationnel et de la gestion des risques, et ce, tout au long de la chaîne de valeur.

#### **Quel est le positionnement d'AllianzGI concernant les démarches ESG (environnement, social, gouvernance) ?**

Les critères ESG sont plus que jamais d'actualité pour les investisseurs de long terme. AllianzGI compte parmi les pionniers de l'investissement responsable dans l'industrie de la gestion d'actifs. Notre approche ESG fait partie intégrante de nos processus d'investissement, à travers une démarche d'engagement holistique, fruit des efforts conjugués de tous nos gérants de portefeuille, analystes et experts ESG. Allianz figure parmi les fondateurs de la Net-Zero Asset Owner Alliance, dont l'objectif est la décarbonation de leurs portefeuilles d'ici 2050. Au sein d'AllianzGI, nous contribuons à cet objectif grâce à l'intégration de critères de durabilité dans les différents portefeuilles, dont des objectifs et contraintes ESG sur mesure.

# Solvabilité 2, IFRS 9, IFRS 17 : vers une approche plus dynamique du bilan, harmonisée à l'échelle européenne

La revue de la directive Solvabilité 2 s'attaquera à des aspects structurels, tels qu'une mesure plus précise des engagements de passif à long terme. Les normes IFRS 9 et 17 impliqueront davantage de volatilité dans les comptes. La volatilité du résultat, les classifications comptables et la valorisation des passifs influenceront fortement la gestion d'actifs.

Alors que la faiblesse des taux et la récession défient de toutes parts les bilans des assureurs et érodent leurs fonds propres, le nouveau panorama comptable, prudentiel et réglementaire pourrait à son tour mettre le secteur à l'épreuve. De fait, l'époque où les faibles rendements pouvaient simplement être compensés par l'ajout contenu de risque est révolue. La crise sanitaire de 2020, tout comme la chute des taux à l'été 2019, a démontré cette réalité, particulièrement en assurance-vie. On peut ainsi s'attendre à une évolution profonde des cultures d'optimisation, des métriques actifs-passifs, des processus d'investissement et des produits d'assurance.

## Solvabilité 2 : un cadre évolutif et sensible aux conditions de marché

Nous oublions parfois qu'avec Solvabilité 2, l'Europe bénéficie du cadre prudentiel le plus développé au monde dans le secteur assurantiel. La crise du coronavirus en a constitué un test grandeur nature d'une amplitude unique. En quelques semaines, les assureurs ont subi une chute des actions et une hausse des spreads de crédit à l'actif, mais aussi un aplatissement des courbes de taux valorisant de presque 10 % les passifs des assureurs-vie européens. À ceci s'ajoutent les conséquences assurantielles du confinement et les enjeux de liquidité. De ce fait, les groupes cotés ont immédiatement communiqué une baisse de 10 à 30 points de leur ratio de solvabilité, traduisant les tensions sur leur bilan économique sous Solvabilité 2. Ces dernières années, la directive a été mise à jour de façon marginale pour corriger des incohérences ponctuelles en étant parfois détournée de son cadre quantitatif strict pour orienter les investissements des assureurs vers des objectifs publics de financement tels que les projets d'infrastructures, le financement des PME et des agences européennes, au-delà du soutien historique à la dette publique des Etats membres.



**Hadrien Sag,**  
Insurance  
Advisor EMEA  
risklab, AllianzGI



**Alexander Duckwitz,**  
Insurance  
Advisor EMEA  
risklab, AllianzGI

D'autres évolutions comme le Long-Term Equity Investments (LTEI) ou le Own Internal Credit Assessment en 2019 sont restées plus confidentielles ou ont été reçues différemment selon les spécificités locales des bilans.

## La crise est venue perturber l'agenda réglementaire de l'assurance européenne

En conséquence de la crise sanitaire, la révision 2020 de Solvabilité 2 a été ajournée. Avant même la crise, le calendrier et le programme étaient ambitieux : la révision 2020, initiée en 2019 avec deux premières consultations, devait aboutir à une troisième consultation et un avis final en juin 2020, suivis d'une proposition de texte pour la fin d'année. Le report de 6 mois devrait aboutir à des publications avancées dans le courant de l'année 2021 seulement, d'autant plus que les effets de la crise sur nombre de paramètres bilanciaux ont rendu désuets les chiffres d'impact collectés ces derniers mois. Dans le même temps, l'entrée en vigueur de la norme IFRS 17, visant à harmoniser la valorisation et la performance comptable des passifs des groupes cotés, est également repoussée d'un an supplémentaire, au 1<sup>er</sup> janvier 2023, après avoir été initialement prévue en 2021 puis déplacée en 2022.

## Repenser Solvabilité 2 dans le cadre des taux négatifs

À la suite de la crise de 2008, à l'époque des travaux préparatoires qui ont défini le cadre et la sensibilité de Solvabilité 2, personne n'aurait pu imaginer un monde de taux négatifs en Europe désormais voué à constituer la norme. La revue dite « de 2020 », dont les échéances devraient en réalité plutôt s'étaler sur plusieurs années à compter de cette date, sera la première mise à jour d'envergure de la directive capable de s'attaquer à des aspects structurels, quand les évolutions précédentes portaient sur des traitements spécifiques, des corrections, voire des

« L'empilement des dimensions, des objectifs stratégiques et l'apparition de nouveaux risques imposent une coordination accrue entre l'assureur et son gérant d'actifs pour servir les objectifs ALM sur toute la chaîne. »



clarifications de pratiques courantes. Les ambitions de cette revue, partagées à l'occasion des consultations et études d'impact, embarquent dix-neuf points structurels du régime dont plusieurs sujets sensibles. Ces évolutions consisteraient premièrement à mesurer de façon plus précise les engagements de passif à long terme en mettant à jour la méthodologie de leur courbe d'actualisation (méthode d'extrapolation, extension du last liquid point) et en réformant les aménagements associés (volatility adjustment, matching adjustment). Ces points ne peuvent être dissociés de la recalibration du sous-module de taux d'intérêt, dont la méthodologie montre actuellement ses limites, et d'une évolution de l'approche du risque actions dans la continuité du Long-Term Equity fraîchement inauguré. Autre volet à l'étude : l'ajout d'un angle macroprudentiel à la directive pour mieux capturer les risques systémiques que font porter les grands groupes au système et tenter de contrebalancer davantage les comportements procycliques en cas de crise majeure. Étant donné les effets significatifs sur les niveaux de fonds propres économiques, mais aussi des approches très hétérogènes de l'optimisation de la solvabilité

selon les pays membres, on peut naturellement s'attendre à des échanges intenses et passionnés. L'harmonisation de pratiques locales de supervision et une meilleure proportionnalité sont justement au programme de la revue.

### **IFRS 9 et 17 : une nouvelle perception comptable qui change les règles du jeu**

Pour les assureurs tenus de publier leurs comptes en IFRS, l'entrée en application généralisée de la norme IFRS 9, à la fin de la période d'exemption, modifiera la manière dont sont perçus les actifs au bilan. IFRS 17 définira pour sa part les normes européennes de valorisation des contrats au passif. Par définition, ces deux réformes auront un impact sur le résultat communiqué au public, impliquant davantage de volatilité dans les comptes. Les effets combinés des deux normes restent encore partiellement inconnus, notamment quant à la stratégie des groupes de réduire au maximum la volatilité de chaque côté du bilan ou d'immuniser plus globalement les variations bilanciennes par poste de résultat. Quoi qu'il en soit, on peut légitimement s'attendre à ce que la volatilité du résultat, les classifications comptables et la valorisation des passifs viennent fortement influencer la gestion d'actifs. Il sera désormais nécessaire d'avoir recours à des processus de décision plus resserrés pour capturer efficacement tous ces nouveaux objectifs.

### **La protection des fonds propres reste essentielle dans un contexte de taux bas**

L'empilement des dimensions, des objectifs stratégiques et l'apparition de nouveaux risques imposent une coordination accrue entre l'assureur et son gérant d'actifs pour servir les objectifs ALM sur toute la chaîne. La compréhension de l'impact sur le bilan de chaque opération du portefeuille par le gérant sera plus que jamais primordiale pour maintenir la capacité tactique. Au-delà de l'essentielle diversification vers l'alternatif pour freiner la dilution des rendements, il sera aussi nécessaire de se réintéresser aux portefeuilles Core. De fait, chez nombre d'assureurs, l'approche atone de buy-and-hold reste encore trop souvent la stratégie par défaut pour sécuriser un rendement courant en évitant les impacts comptables non maîtrisés. Enfin, en ce qui concerne les produits d'assurance-vie, les solutions d'épargne ou de retraite devraient voir se généraliser l'intégration de garanties hybrides, externes ou partielles, pour mieux appréhender le coût en capital de ces produits. C'est dans cette logique qu'ont été mis en place, en France, les fonds euro-croissance, qui intègrent une garantie en capital à terme. Ils annoncent probablement l'évolution de l'assurance-vie traditionnelle face aux taux bas, en faisant disparaître progressivement la frontière entre produits UC et fonds euros.

# La prise en compte du changement climatique est plus que jamais une thématique prioritaire

Les assureurs, investisseurs de long terme, s'appuient sur les critères ESG pour bien appréhender les vulnérabilités des entreprises. AllianzGI a intégré des objectifs de décarbonation dans ses processus d'investissement.

Les assureurs sont par définition des investisseurs de long terme, privilégiant les stratégies de type buy and maintain, chaque investissement étant considéré comme un acte d'engagement, et non comme une simple opportunité à saisir. Les assureurs ont donc cette volonté d'analyser au préalable toutes les sources d'incertitudes et toutes les menaces éventuelles de long terme susceptibles de peser sur l'activité de chaque entreprise. Ainsi, c'est à travers ce prisme que les assureurs tiennent compte des critères ESG (environnement, social, gouvernance) pour comprendre les vulnérabilités des entreprises.

À l'avenir, les portefeuilles des assureurs ressembleront à ce qu'ils sont aujourd'hui. Compte tenu des réglementations qui encadrent la solvabilité et la gestion des risques, les assureurs continueront d'investir la grande majorité de leurs actifs en titres obligataires, tout en réalisant des investissements de diversification en actions, en immobilier et autres actifs réels. Ce qui changera probablement, c'est la part des investissements alternatifs sur les marchés privés et non cotés, avec une attention accrue portée à l'impact sociétal des capitaux investis. Les portefeuilles seront évalués non seulement sur leurs performances financières, mais également sur leur conformité aux objectifs sociétaux.

## Les entreprises les plus vertueuses ne seront pas nécessairement les meilleures demain

Pour sa part, le groupe Allianz prenant très au sérieux, depuis de nombreuses années, ses responsabilités en tant qu'investisseur en matière d'ESG, l'équipe « Insurance and LDI » d'AllianzGI intègre également ces mêmes critères depuis longtemps au niveau de la gestion des portefeuilles. Plus récemment, les objectifs de décarbonation et la prise en compte du changement climatique sont devenus des thématiques prioritaires. Notre approche d'investissement comporte surtout deux objectifs.

Le premier est d'identifier les sociétés les plus vertueuses au sein de chaque secteur, de manière à soutenir les entreprises à faible intensité carbone. Le deuxième objectif est d'identifier les sociétés qui font le plus d'efforts pour améliorer leur empreinte, notamment via des plans de réduction d'émissions à long terme. Il faut comprendre que les entreprises les plus vertueuses aujourd'hui ne seront peut-être pas les meilleures demain. La transition énergétique nécessite à la fois d'être responsable au moment T et de se projeter dans l'avenir en réduisant son intensité carbone à plus long terme. Nous soutenons également les entreprises qui développent des services et produits innovants permettant de réduire directement les rejets de gaz à effet de serre de leur clientèle. Notre objectif premier reste de créer de l'alpha, et nous considérons que les critères ESG participent à la génération de cette surperformance de long terme. Ces critères font donc partie de l'ensemble des éléments que nous prenons en compte dans nos choix d'investissements.

« AllianzGI identifie les sociétés à faible intensité carbone, mais aussi celles qui cherchent à améliorer leur empreinte. »





## Des indicateurs de performance pour mesurer et atteindre les objectifs

Nous avons d'ailleurs intégré une démarche de décarbonation de nos portefeuilles dans nos processus d'investissement. Allianz est l'un des fondateurs de la Net-Zero Asset Owner Alliance, au travers de laquelle nous nous engageons à décarboner nos portefeuilles d'ici 2050. Le groupe nous a assigné des objectifs concrets, ainsi que des indicateurs de performance pour mesurer et atteindre ces objectifs. Nous sommes en mesure de les appliquer au sein de nos propres portefeuilles, ainsi qu'auprès des investisseurs externes. L'évaluation de l'empreinte carbone est d'abord réalisée en interne. Nous passons nous-mêmes nos portefeuilles en revue, à l'aide d'analyses et d'outils développés en interne, mais nos portefeuilles sont également évalués par le groupe, qui s'appuie sur sa filiale IDS, une société de services qui analyse l'ensemble des actifs du groupe de manière standardisée, afin d'assurer la comparabilité entre les différents mandats et gérants d'actifs.

## Des questions méthodologiques pour une intégration dans toutes les classes d'actifs

La tendance de fond est à la mise en œuvre de stratégies bas carbone sur l'ensemble des classes d'actifs. Elle soulève cependant des questions méthodologiques majeures. Nous pensons qu'il est important que des lignes directrices soient adoptées, que les gestionnaires d'actifs puissent les adapter, et que les grands objectifs carbone puissent être mesurés à travers une empreinte carbone globale sur toutes les catégories d'actifs.

Cependant, des approches spécifiques sont incontournables. Sur le segment des obligations souveraines, nous pouvons choisir nos titres en



## La Net Zero-Asset Owner Alliance, pour une neutralité carbone des portefeuilles

En septembre 2019, sous l'égide des Nations Unies, une douzaine des plus grands investisseurs institutionnels mondiaux, fonds de pension et assureurs, dont le Groupe Allianz, se sont réunis au sein de la Net Zero-Asset Owner Alliance\*, dans le sillage de l'accord de Paris sur le climat.

Leur engagement : que leurs portefeuilles d'investissements atteignent la neutralité carbone, d'ici 2050, afin de contribuer à l'objectif d'un réchauffement de la planète limité à 1,5 degré par rapport à l'ère post-industriel. Pour ce faire, chacun des signataires doit élaborer une stratégie climat comprenant une trajectoire.

Leur démarche consiste en premier lieu à échanger avec leurs parties prenantes, clients, actionnaires, entreprises ou régulateurs, afin de les encourager à faire évoluer leurs pratiques pour atteindre cet objectif. En particulier, les entreprises en portefeuille doivent démontrer leur volonté de s'engager à décarboner leur modèle économique.

Le Groupe Allianz est convaincu de l'opportunité de faire partie des pionniers et de sa capacité à protéger les rendements à long terme des portefeuilles grâce à une bonne prise en compte des enjeux du climat.

\*la Net Zero-Asset Owner Alliance comprend 28 investisseurs représentant près de 5.000 milliards de dollars d'actifs gérés (au 03 août 2020)

fonction de l'empreinte carbone du pays concerné, ou en estimant l'empreinte directement générée par les activités du gouvernement. Mais concernant l'analyse des sociétés, les approches fondées sur la valeur d'entreprise ne se révèlent pas toujours pertinentes pour les mandats exposés à une classe d'actifs unique. À titre d'exemple, lorsqu'une action progresse en Bourse, la quantité de carbone attribuée aux détenteurs de cette action croît plus vite que celle attribuée aux détenteurs d'obligations. Ainsi, un portefeuille d'actions qui surperforme aura tendance à voir son empreinte carbone augmenter, même si la consommation réelle de carbone de l'entreprise diminue et qu'aucun changement n'a eu lieu au sein du portefeuille. Cela crée une incitation négative pour les gestionnaires d'actions, en ce qui concerne la recherche de sociétés performantes dans les secteurs à forte intensité énergétique.

Chez AllianzGI, afin d'obtenir des données de qualité sur les émissions carbone des entreprises, nous utilisons plusieurs sources de données externes, auxquelles nous appliquons notre propre grille d'analyse. Nous nous servons des rapports standardisés disponibles, puis retraitions ces données en y ajoutant nos propres prévisions, de manière à comprendre non seulement où les entreprises en sont aujourd'hui, mais aussi où elles en seront demain.

Nous voulons soutenir des entreprises qui font des efforts d'amélioration, même si leur empreinte carbone actuelle nous semble élevée.

## Entretien

# « Nous sommes historiquement structurés pour répondre aux exigences du premier assureur mondial. »

**Franck Dixmier,**  
Global Fixed Income CIO, Allianz Global Investors

**En tant que directeur de la gestion obligataire mondiale d'Allianz Global Investors, vous avez une grande expérience de la gestion assurantielle. Quelles sont, selon vous, les spécificités de la gestion assurantielle par rapport à la gestion obligataire traditionnelle ?**

**Franck Dixmier :** Je gère des portefeuilles pour le compte d'assureurs depuis plus de 25 ans et j'observe ainsi plusieurs différences majeures. Tout d'abord, la gestion obligataire a pour objectif de délivrer une performance au regard d'un indice de référence, tandis que la gestion assurantielle intègre des contraintes comptables et réglementaires, au-delà de la performance financière, participant au pilotage des provisions, du bilan et du compte de résultat des assureurs. Ces derniers mettent ces objectifs sur un pied d'égalité ou en privilégient certains, selon le contexte et leur situation. La gestion assurantielle est multi-facettes et le gérant devra répondre au mieux à ces besoins. En outre, son horizon est long terme, car les actifs sont adossés à des engagements de passif, et les marges de manœuvre en termes d'arbitrages, les positions tactiques, sont limitées. Il est ainsi essentiel de bien anticiper les tendances de fond sur les marchés, telles que les conséquences des actions des banques centrales, le phénomène actuel de répression financière, qui s'illustre par des taux très bas, voire négatifs.

**En quoi bien appréhender les conséquences de cette approche long terme est-il particulièrement crucial sur le crédit ?**

**Franck Dixmier :** Nous sommes très exigeants sur la qualité de crédit des émetteurs car nous

« En gestion assurantielle, l'horizon est long terme, aussi il est essentiel de bien anticiper les tendances de fond sur les marchés. »

**Franck Dixmier,**  
Global Fixed Income CIO, Allianz Global Investors

pouvons être structurellement exposés à des émetteurs sur le long terme. Des obligations d'entreprises permettent de rehausser le rendement d'un portefeuille et nous pouvons en tolérer une certaine volatilité, mais le risque de défaut doit être géré avec une extrême attention. Et ce d'autant plus que les assureurs détiennent des positions de taille importante, dont il peut être difficile de sortir au vu du recul de la liquidité sur cette classe d'actifs. Nous devons donc fonder nos décisions d'investissement sur des convictions fortes, en nous appuyant sur une très solide équipe d'analyse crédit, dotée de 25 professionnels qui ont développé leurs propres modèles. Nous modélisons le bilan de chaque émetteur afin d'évaluer sa capacité à faire face à ses engagements dans des scénarios adverses. Et dans cet univers, la palette des actifs est large puisque nous cherchons aussi à capter des



« Nous mettons en œuvre une approche ESG sur l'ensemble du périmètre de la gestion assurantielle. »

**Franck Dixmier,**  
Global Fixed Income CIO, Allianz Global Investors

primes d'illiquidité sur la dette privée d'entreprises ou d'infrastructures, dont les maturités très longues sont bien adaptées à la couverture des engagements des assureurs.

### **Comment les critères ESG (environnement, social, gouvernance) sont-ils intégrés dans votre gestion assurantielle ?**

**Franck Dixmier :** Dans ce domaine aussi, notre horizon long terme a une influence majeure sur la politique d'investissement. Nous mettons en œuvre une approche ESG sur l'ensemble du périmètre de la gestion assurantielle. Ce qui fait d'ailleurs écho au positionnement du groupe Allianz, qui affirme depuis longtemps ses convictions dans ce domaine. Ces critères nous sont indispensables et ils enrichissent en particulier notre bonne compréhension des risques des émetteurs que nous suivons. Ils permettent de passer en revue toute la palette de leurs risques potentiels sur le long terme.

### **La gestion assurantielle et la stratégie LDI (liability driven investment) forment un même pôle au sein d'AllianzGI. Pourquoi avez-vous choisi d'associer ces deux expertises ?**

**Franck Dixmier :** Il y a une grande similitude entre les approches de la gestion assurantielle et du LDI : il s'agit d'offrir des solutions sur mesure. Nous totalisons 132 milliards d'euros d'actifs gérés pour

l'ensemble de ce pôle. Nous devons répondre à un besoin précis, après analyse des engagements au passif d'un investisseur, assureur, fonds de pension ou caisse de retraite. Les compétences sont donc proches, notamment en termes d'interactions avec nos clients : elles sont permanentes et la démarche est itérative, évoluant au gré de l'évolution du passif.

### **De même, les actifs Core du groupe Allianz et de vos clients assureurs tiers sont gérés au sein d'une même plateforme. Quels sont les avantages de cette organisation ?**

**Franck Dixmier :** Cette organisation n'est pas commune parmi les sociétés de gestion. C'est un choix totalement assumé et une grande force de positionnement stratégique d'AllianzGI. Nous sommes historiquement structurés pour répondre aux exigences du premier assureur mondial, qui sont très élevées, et nous en tirons une grande crédibilité en tant que gestionnaire d'actifs, vis-à-vis des acteurs du monde de l'assurance. Nous nous devons d'être à l'état de l'art sur l'ensemble de leurs enjeux, de contraintes de passifs, de conformité aux normes réglementaires et comptables qui encadrent leurs activités. En complément, cette organisation nous permet d'offrir à nos clients assureurs l'opportunité de participer à des opérations de co-investissement dans l'univers du non-coté. Nous accompagnons en effet le groupe Allianz dans sa stratégie de diversification, en particulier sur la dette infrastructures et la dette privée corporate, puis nous pouvons donner accès à ces classes d'actifs à des assureurs tiers, qui bénéficient ainsi de notre antériorité et de notre capacité d'incubation.

# Un besoin de mieux intégrer le profil actif-passif dans la construction des portefeuilles

Notre observation de l'évolution des allocations des assureurs européens nous incite à préconiser une prise en compte dynamique des expositions actif-passif, afin de mieux appréhender leurs évolutions dans différents scénarios de marché.

Notre suivi de l'allocation des assureurs européens, ainsi que de leurs performances, nous enseigne qu'ils sont moins fortement pénalisés par des vues de marché erronées que par des constructions non optimales de leurs portefeuilles. Celles-ci gagneraient en effet à être optimisées, notamment en intégrant l'évolution dans le temps du profil actif-passif du portefeuille.

L'année 2019 en offre d'excellentes illustrations. Certains assureurs-vie avaient entamé l'année avec des vues très positives sur les actifs risqués, notamment sur les marchés actions, et une vue neutre ou négative sur l'orientation des marchés obligataires. Le positionnement actif-passif choisi faisait souvent apparaître un manque de durée des actifs par rapport à celui du passif, tandis que la part allouée aux actions était surpondérée. Au regard des



**Joon-Woo Park,**  
Portfolio Manager,  
Insurance Derivatives,  
AllianzGI

performances des différentes classes d'actifs en 2019, ce positionnement peut paraître satisfaisant, puisque les actions ont connu une hausse de 25-30 % selon les marchés, bien supérieure aux 7 % des obligations d'Etat européennes, y compris comparé aux 15 % du sous-segment des obligations souveraines de maturités supérieures à 10 ans. Cependant, nous avons pu observer en août 2019, avec l'accélération de la baisse des taux, que même si les assureurs avaient conscience de leur gap de durée en début d'année, ils l'ont laissé significativement s'élargir, du fait du phénomène de convexité qui génère une hausse de la durée venant du passif. Il en est résulté une baisse directe des fonds propres des assureurs et une hausse de la charge de capital de solvabilité requis (ou SCR en anglais) de marché. Dès lors, ils ont dû faire face à plusieurs difficultés :

- Incités par cette nette hausse de la charge en SCR de leurs portefeuilles et la fonte de leurs fonds propres, ils ont initié un allongement significatif de la durée de leurs actifs, via l'achat physique d'obligations à longue maturité ou de swaps, de bond forwards, voire d'autres dérivés.
- Ce besoin d'allongement de la durée grandissant au fur et à mesure que les taux baissent, ils ont dû procéder à des achats forcés d'obligations de longue maturité, à des niveaux de taux historiquement bas, même si cela allait à l'encontre de leurs vues de marché.
- En parallèle, pour réduire nominalement et de manière rapide la charge en capital réglementaire de leurs actifs, ils ont pu devoir réduire leurs allocations en actions, à des conditions de marché là aussi défavorables.

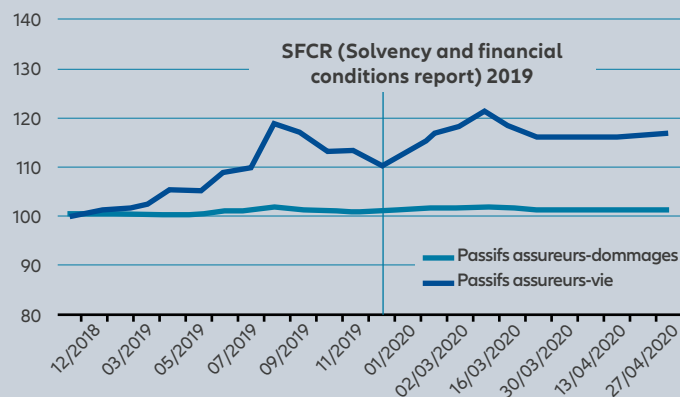
## Des arbitrages contraints et non optimaux

Même en ayant une vue de marché pertinente pour l'année 2019, un assureur a pu devoir, de manière forcée, couper une allocation. Cette modification s'impose au pire moment pour l'investisseur qui se retrouve devoir vendre ses actions dans un contexte de turbulences et acheter des obligations longue maturité à des taux très bas. Il aura ainsi réduit le bénéfice tiré de la performance positive des actions entre août et

## Évolution de la valeur des passifs depuis 2018

(AllianzGI Insurance Allocation Monitor)

Les mouvements amples de la courbe des taux accroissent la valeur des cash-flows futurs des assureurs



L'Insurance Allocation Monitor d'AllianzGI offre une information sur l'évolution des métriques ALM pour différents modèles de portefeuilles représentatifs du secteur européen de l'assurance.

Basé sur les courbes de taux RFR de l'EIOPA (sans ajustement de la volatilité)

Sources : AllianzGI, AllianzGI Insurance Allocation Monitor, à fin avril 2020, EIOPA courbes de taux RFR. Méthodologie simplifiée pour les besoins de l'illustration.

décembre 2019, tandis que les nouvelles positions obligataires, acquises au plus haut, auront perdu de leur valeur du fait de la remontée relative des taux jusqu'au mois de décembre.

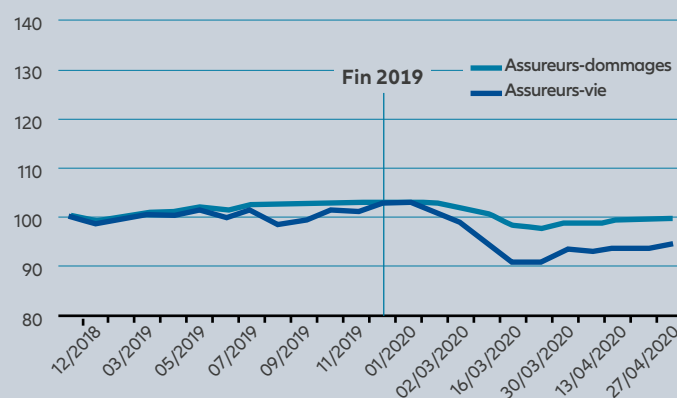
Notre approche de la construction de portefeuille repose dès lors en premier lieu sur l'analyse du profil actif-passif, non seulement d'un point de vue statique, à un moment donné, mais aussi de manière dynamique dans le temps. Le profil de gestion actif-passif (Asset and Liability Management ou ALM) du bilan d'un assureur ayant un comportement non linéaire, il est crucial d'identifier les expositions actif-passif complexes et leurs évolutions potentielles dans les différents scénarios de marché. Cette étude préalable permet d'identifier les situations dans lesquelles la viabilité financière d'un assureur serait mise en danger en matière de solvabilité ou encore de liquidité, mais aussi d'analyser ces données qui serviront directement comme paramètres d'optimisation de l'allocation : contraintes fortes ou relatives, paramètres de la fonction objective d'optimisation, etc. Une fois les caractéristiques de profil actif-passif clairement identifiées, notre approche consiste à utiliser des méthodes quantitatives d'optimisation de l'allocation, afin d'implémenter cette analyse fondamentale de la structure actif-passif. De même, des paramètres plus difficilement conceptualisables, comme la tolérance à certains risques spécifiques de nos clients, les enjeux de préservation des réserves comptables, etc., nécessitent un travail d'analyse et de traduction en langage mathématique. En parallèle de ce changement de paradigme pour la construction de l'allocation stratégique, le choix du véhicule d'investissement prend une importance croissante, afin de limiter les problèmes identifiés. En particulier, la protection des fonds propres en cas de turbulences sur les marchés et l'amélioration du profil rendement/risque ainsi que du couple rendement/SCR nous paraissent essentielles.

### Un recours à des poches de protection systématiques sur les classes d'actifs risqués

Nous pensons qu'en ayant recours à des poches de protection systématiques intégrées aux différentes classes d'actifs risqués (actions, crédit, taux hors zone euro), nous pouvons changer le profil de performance et de volatilité de ces actifs, afin d'éviter qu'ils génèrent des situations de solvabilité peu désirables par nature pour les investisseurs assurantiels\*. C'est ainsi que grâce à la gestion overlay systématique, via des options sur indices actions, de notre fonds Allianz Best Styles Euroland Equity Risk Control (de notre gamme « Risk Control », conçue pour les assureurs et les organismes de retraite), le coût en SCR de l'allocation actions est divisé par deux, avec une volatilité fortement réduite par rapport à l'indice de référence et l'objectif de générer une performance comparable à l'Euro Stoxx50 sur un cycle entier. Ainsi, nous avons pu voir les mécanismes de protection s'activer sur la période de la crise du Covid-19 : quand le marché de référence perdait 39,8 % entre le 21 février et mi-mars

## Surplus d'actifs sur passifs

### Une dégradation des fonds propres des assureurs européens



Méthodologie : valorisation des actifs (surplus d'actifs sur passifs) : facteur initial de 1,08 – Valorisation des passifs en base 100 à novembre 2018.

Sources : AllianzGI, AllianzGI Insurance Allocation Monitor, à fin avril 2020, EIOPA courbes de taux RFR. Méthodologie simplifiée pour les besoins de l'illustration.

2020, ce fonds limitait le max-drawdown de moitié et réduisait nettement la volatilité, ainsi que le coût en capital pour l'assureur, passé d'environ 20 % à environ 3,5 % de manière mécanique, grâce à l'activation de la poche de protection.

Ces résultats permettent de protéger le ratio de solvabilité de l'assureur en limitant la baisse de ses fonds propres provoquée par la chute des marchés (au numérateur du calcul du ratio de solvabilité) mais aussi (au dénominateur) en réduisant fortement le coût en SCR de sa position. De ce fait, un assureur peut conserver une allocation actions stable, même en période de crise, en limitant la dégradation de sa solvabilité économique mais aussi prudentielle, tout en se donnant l'opportunité de bénéficier du rebond potentiel susceptible de suivre une sévère correction. La mise en œuvre à travers un OPCVM d'une telle stratégie, qui nécessite habituellement une infrastructure opérationnelle relativement lourde, nous semble une formule avantageuse. Elle nous permet de généraliser cette approche de manière évolutive pour nos multiples clients du monde de l'assurance et de mutualiser les ressources déployées. Dans cet environnement très incertain, la combinaison d'une allocation stratégique robuste, qui intègre dans son cœur la structure actif-passif de l'assureur, avec un déploiement à travers des véhicules adaptés semble vraiment pertinente.

Dans la perspective des évolutions envisagées par les régulateurs nationaux et européens, les bénéfices de cette approche n'en seront que plus grands. Cette première crise majeure depuis la mise en application de la directive Solvabilité 2 fait évoluer l'approche des investisseurs et peut se traduire par un bénéfice à long terme pour les acteurs de l'assurance et les organismes de retraite.

\*Les poches de protection sont destinées à limiter les pertes, mais ne constituent pas une garantie des fonds propres en cas de crise.

## Investissements

# Les stratégies d'optimisation assurantielle gagnent l'ensemble des classes d'actifs

La mise en place de couvertures à travers des stratégies de dérivés offre l'opportunité de renforcer la diversification des portefeuilles.

Les stratégies d'optimisation bilancielle et de protection des fonds propres préexistaient, mais Solvabilité 2 les a rendues indispensables. Beaucoup d'assureurs avaient mis en place des dérivés avec un objectif économique, notamment de protection de leurs plus-values latentes. Le besoin historique d'ajuster la durée de l'actif à celle du passif a été amplifié par la directive et désigné comme un risque majeur qui devait être couvert. Cela s'est traduit par le développement massif des stratégies ALM de forward bonds et de swaps, en particulier face à des engagements longs ou de taux minimum garanti pour pallier la rareté des actifs longs disponibles dans le marché.

### Une systématisation sur les actions

Concernant les expositions actions, l'approche la plus répandue consiste à modifier structurellement les caractéristiques de la classe d'actifs en systématisant les stratégies de dérivés dans une perspective de protection contre les scénarios baissiers et d'optimisation du rendement-risque (AllianzGI gère ce type de stratégie, en particulier pour le groupe Allianz, sur un nominal de plusieurs dizaines de milliards d'euros). L'approche peut permettre une réduction de moitié de la volatilité et du SCR (à environ 20% contre 39%+SA) d'un portefeuille actions en ajoutant un profil de convexité protecteur efficace dans les chocs de marché, mais également pour maintenir une participation au marché sans décalage tactique dans les reprises. De fait, à SCR quasi équivalent, le nouveau traitement LTEI (« Long-Term Equity Investments ») sous Solvabilité 2, requiert une mise en place bien plus complexe et ne présente pas les atouts de stabilisation de bilan. Les actions protégées offrent plus de latitude pour renforcer l'allocation actions : l'augmentation de l'exposition compense la réduction partielle du potentiel de rendement due à la couverture.



**Mathieu Froger,**  
Head of  
Insurance  
Derivatives,  
AllianzGI



« L'approche peut permettre une réduction de moitié de la volatilité et du SCR d'un portefeuille actions, en ajoutant un profil de convexité protecteur efficace dans les chocs de marché. »

### Un enjeu majeur aussi sur les portefeuilles crédit

Si la charge en capital imposée aux actions est relativement élevée, elle concerne une part très limitée des actifs des assureurs. À l'inverse, le SCR Spread est bien moindre, mais s'applique à une part majeure des allocations. Le coût en capital associé pour un assureur peut être tout aussi significatif et doit être optimisé. La recherche de rendement conduit mécaniquement aux segments du crédit cross over et high yield où se protéger de scénarios adverses s'avère très pertinent. Appliquer une stratégie de couverture permet d'intégrer une diversification et un surplus de rendement sur le high yield en maintenant une volatilité et un SCR proches de ceux de l'investment grade. En outre, son effet de convexité rend la couverture plus efficace au fur et à mesure de la baisse du marché, dans un contexte par exemple de recorrélation du crédit.

### La diversification hors zone euro

Enfin, la diversification des portefeuilles en dehors de la zone euro (sur le marché américain et les émergents en particulier) est souvent complexe pour un assureur européen. L'importante charge en capital sur le risque devise nécessite une couverture dont le coût peut être très élevé et qui, en outre, retire le bénéfice de diversification qu'offrent les courbes de taux non euro. Des stratégies de couverture de devise spécifiquement optimisées pour Solvabilité 2 permettent de combiner ces objectifs.

## Investissements

# Une recherche crédit solide au bénéfice de la quête de rendement

L'équipe d'analystes crédit se fonde sur des modèles élaborés en interne, à même d'identifier les titres offrant les meilleurs rapports rendement-risque.

**La montée en puissance des allocations crédit** dans les portefeuilles des assureurs, ces dernières années, rend la recherche crédit toujours plus cruciale. Et ce d'autant plus que la quête de rendement dans un univers de taux bas nécessite de s'intéresser à une très large palette d'émetteurs. « *Nous avons, vis-à-vis de nos clients assureurs, des objectifs de performance, de création d'alpha. Un benchmark spécifique est créé avec chacun d'entre eux, prenant en compte leurs expositions en termes de risques et de duration. Aussi nous devons identifier, dans ce cadre, les titres offrant les meilleurs rapports rendement-risque* », rappelle Fabienne Salomone, Head of Insurance France, AllianzGI.

« Un benchmark est créé avec chacun de nos clients assureurs, prenant en compte leurs expositions en termes de risques et de duration. »



**Fabienne Salomone,**  
Head of Insurance France,  
AllianzGI

**Les analystes de l'équipe de recherche crédit** se concentrent en particulier sur les segments cross over et high yield du marché du crédit. Olivier Videau, Head of Insurance Credit, AllianzGI, relève qu'« *une frange importante des émetteurs investment grade a profité des conditions de marché, ces dernières années, pour s'endetter et laisser glisser leurs ratios, si bien qu'une proportion majeure de cet univers se trouve*

« Nous nous devons de bien appréhender les méthodologies des agences. »



**Caroline Brugère,**  
Co-head of Credit Research  
Investment Grade, AllianzGI

désormais en catégorie BBB qui requiert un effort supplémentaire d'analyse du risque crédit ».

### Si le processus de recherche crédit

est totalement indépendant et autonome, les gérants doivent tenir compte des notations dans la construction de leurs portefeuilles. Les prix sont largement influencés par les ratings et une dégradation a un impact sur le SCR d'un titre. Aussi, « *nous nous devons de bien appréhender les méthodologies des agences, afin de délivrer une opinion sur les probabilités de dégradation ou de maintien des notations des émetteurs cross over* », précise Caroline Brugère, Co-head of Credit Research Investment Grade, AllianzGI.

« La question est de savoir si, à un horizon de quelques années, les marchés du crédit auront toujours autant d'appétit pour des émetteurs très endettés. »



**David Manoux,**  
Co-head of Credit Research,  
AllianzGI

12

analystes  
crédit, dont :

7

analystes  
investment  
grade

5

analystes  
high yield

13

analystes-  
gérants  
crédit

**Le contexte de récession** met à mal le modèle économique de certaines entreprises et est susceptible d'entraîner des difficultés de financement. « *La base de notre travail est d'évaluer la capacité des émetteurs à générer du cash et à en avoir au bilan pour faire face à leurs obligations. Nous générons des scénarios à cinq ans, or la question est de savoir si, à un horizon de quelques années, les marchés du crédit auront toujours autant d'appétit pour des émetteurs très endettés* », interroge David Manoux, Co-head of Credit Research, AllianzGI.

### Loin du cliché d'une gestion « buy-and-hold »



**Olivier Videau,**  
Head of  
Insurance  
Credit,  
AllianzGI

Au-delà de la performance économique, la gestion des portefeuilles assurantiers se place au service d'objectifs stratégiques et bilanciaux multiples, qui combinent la performance économique, le résultat et le provisionnement en comptabilité(s) locale(s), en IFRS, le SCR des actifs, ainsi que des contraintes de budget

de risque et d'adossement à court et long terme. Bien éloigné du cliché d'une approche buy-and-hold, « *la réalité consiste à prendre en considération dans chaque opération des portefeuilles l'ensemble de ces objectifs ; mais avant tout un échange riche et continu avec les assureurs* » selon Olivier Videau, Head of Insurance Credit, AllianzGI. Ces marges de manœuvre sur les portefeuilles obligataires sont primordiales pour battre le benchmark et absolument essentielles pour freiner la dilution du rendement des portefeuilles et relever le défi des taux bas.

# La gestion de la durée reste un enjeu crucial pour les investisseurs long terme

La rapide chute des taux a provoqué chez les assureurs un écartement entre les durations de leur actif et de leur passif, les obligeant à réagir.

La demande pour des actifs de longue maturité, voire d'extra-longue maturité, notamment sur le marché primaire, a permis d'avoir des émissions de tailles conséquentes. À l'avenir, les programmes budgétaires et fiscaux massifs annoncés pour soutenir l'économie devraient d'ailleurs permettre de voir cette offre de dette longue à minima se maintenir, voire augmenter. Cependant, nous observons depuis plusieurs années une difficulté, pour les assureurs, à trouver des actifs de longue maturité correspondant à leurs besoins (même si la demande dépend de la situation actif/passif de chaque institution, de son propre programme d'investissement). D'autant plus que la Banque centrale européenne (BCE), au travers de son programme d'achats d'actifs, est aussi toujours présente, absorbant une grande partie des obligations jusqu'à quasiment 31 ans. L'aplatissement massif de la courbe des taux, avant mi-mars 2020, et le resserrement des écarts de rendements des dettes sub-souveraines par rapport aux emprunts d'Etat en sont une autre illustration.



**Matthieu de Clermont,**  
Head of  
Insurance Rates,  
AllianzGI

## Des contraintes réglementaires communes incitent à prendre les mêmes décisions d'investissement

L'influence des investisseurs long terme (fonds de pension, assureurs-vie) sur la courbe des taux est majeure car, incités par des contraintes réglementaires communes, ils ont tendance à prendre les mêmes décisions d'investissement au même moment. La baisse extrêmement rapide des taux, notamment des taux très longs, a provoqué un écart entre les durations de leur actif et de leur passif, les obligeant à réagir. L'évolution de la demande d'actifs longs est donc liée à celle des taux. Il est rare de trouver des actifs au-delà des durations traditionnelles, c'est-à-dire supérieures à 30 ans, telles que du 50 ans, ou même du 100 ans. À défaut d'émissions sur ces durations, la solution peut être de les obtenir directement auprès des émetteurs, via des placements privés, ou d'avoir recours à des programmes de dérivés, afin d'intervenir sur des points de courbe spécifiques.

## Les parties longues des courbes privilégiées sur la recherche de spreads

En termes de stratégie d'investissement, la baisse des taux s'est traduite par des positions prises sur les parties longues des courbes de taux, avec des actifs de bonnes notations, au détriment sans doute de la recherche de spreads. D'autant plus que les écarts de rendement offerts par les dettes d'entreprises étaient historiquement très serrés, les rendant moins attractives sous Solvabilité 2. Le récent écartement va permettre de retrouver des opportunités sur le marché du crédit. Il faudra savoir bien appréhender le risque de migration des notations, car elle a un impact immédiat sur la charge en capital supportée par l'assureur, et continuer à se focaliser sur les fondamentaux afin d'éviter tout risque de défaut. La bonne nouvelle est que les spreads retrouvent donc des niveaux qui vont permettre d'augmenter les revenus futurs de nos portefeuilles.



« À défaut d'émissions sur des durations très longues, la solution peut être de les obtenir directement auprès des émetteurs, via des placements privés, ou d'avoir recours à des programmes de dérivés, afin d'intervenir sur des points de courbe spécifiques. »



## Investissements

# La dette privée corporate requiert des capacités de sourcing et d'analyse spécifiques

AllianzGI identifie des opportunités de financement d'entreprises européennes, afin de structurer des opérations de co-investissement.

La désintermédiation du crédit a donné aux investisseurs institutionnels l'opportunité, depuis quelques années, d'intégrer dans leurs allocations une exposition à une nouvelle classe d'actifs. Son émergence rapide est le fruit d'une convergence d'intérêts : celui des banques, contraintes de ralentir une production de crédit devenue plus coûteuse en fonds propres, celui des entreprises, soucieuses de diversifier leurs sources de financement afin de réduire leur dépendance aux banques, et celui d'investisseurs désireux de trouver une alternative à leurs placements obligataires dont les rendements sont en berne. En parallèle, les régulateurs ont su faire preuve de réactivité, assouplissant le monopole bancaire sur le crédit, ainsi que les règles d'investissement des investisseurs et des assureurs en particulier.

### Un besoin d'organiser ce nouveau canal de financement

Cependant, la rencontre entre les entreprises et les investisseurs en dehors du cadre des marchés financiers n'est pas naturelle. Le besoin d'organiser ce nouveau canal de financement s'est rapidement fait sentir. Structurer une capacité d'origination et une capacité d'analyse du risque de crédit est à la portée de quelques très grands investisseurs. Le groupe Allianz a ainsi initié dès 2013 des financements d'entreprises européennes en dette privée pour son propre compte. Puis, convaincu des atouts de cette classe d'actifs, dont le traitement sous Solvabilité 2 est en outre très favorable (car les durées sont plutôt courtes et les titres « non notés »), il a ouvert cette possibilité aux investisseurs externes en 2017, à travers Allianz Global Investors. Le déploiement de cette expertise s'appuie en particulier sur des équipes dédiées à Paris et à Munich, la proximité avec le tissu d'entreprises locales étant primordiale pour bénéficier d'opportunités. La valeur ajoutée de l'offre est



**Damien Guichard,**  
Head of  
European  
Private Debt,  
AllianzGI



« Un assureur tiers aura la conviction qu'Allianz s'est engagé auprès de la même entreprise, dans les mêmes conditions, avec un objectif d'alignement d'intérêts. »

directement liée à cet historique : il est proposé aux investisseurs d'intervenir en co-investissement sur des opérations de financement identifiées et analysées par AllianzGI. Et en s'engageant en tant que prêteur, un assureur tiers peut avoir la conviction qu'Allianz s'est lui-même engagé auprès de la même entreprise, dans les mêmes conditions, avec un objectif d'alignement d'intérêts.

### Cibler des entreprises qui n'ont pas accès aux marchés publics

Le couple rendement-risque de la dette privée corporate senior, privilégiée par AllianzGI sur le marché européen, est très attractif du fait d'une compression des spreads moins forte que sur les marchés publics. Il reste possible d'obtenir des rendements au-delà de 4 % sur des actifs midmarket de qualité. Les entreprises plus particulièrement ciblées affichent un Ebitda situé entre 10 et 50 millions car, au-dessus de 50 millions, les marchés publics peuvent prendre le relais. Du point de vue de ces sociétés, la capacité des fonds de dette privée à élaborer des financements sur mesure fait souvent la différence, notamment vis-à-vis de celles qui doivent soit engager de lourds investissements productifs, soit mener des politiques de croissance ambitieuses, incompatibles avec des structures de prêt amortissables. Elles pourront aussi apprécier leurs conditions de mise en place et d'utilisation, avec un nombre plus limité d'interlocuteurs et une documentation plus souple.

## Témoignage

# « Les positions dérivés intègrent une dimension stratégique pour renforcer la capacité d'adaptation de nos allocations stratégiques à l'environnement. »

### Quelles évolutions devrait connaître, selon vous, la gestion des assureurs à l'avenir ?

La gestion d'actifs assurantielle va continuer de se transformer pour répondre à trois objectifs essentiels :

- L'efficacité, afin d'amplifier la coordination et le rapprochement entre l'investisseur et le gérant, par exemple en termes de passage d'ordres et de reporting.
- La diversification, afin d'intégrer dans notre cadre financier des actifs innovants et différenciants, au bon prix et au bon risque, en étant en mesure d'y investir efficacement, notamment dans des actifs illiquides.
- La durabilité, en continuant d'intégrer systématiquement des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance dans notre gestion, avec la capacité de mesurer les impacts selon ces critères.

### Comment décidez-vous l'ajout de nouvelles classes d'actifs dans vos portefeuilles ?

De nouvelles classes d'actifs peuvent être intégrées dans les portefeuilles dès la définition de l'allocation stratégique, si elles répondent à des objectifs long terme, comme par exemple des actifs alternatifs, tels que la dette infrastructure, ou bien des stratégies de couverture systématiques, comme des equity puts.

### Quel est en particulier l'apport de la dette privée ?

L'apport est attractif en termes de rendements récurrents qui permettent d'assurer une stabilité dans le temps des flux en adossement du passif et des produits financiers plus attractifs dans un environnement de taux bas, en captant une prime d'illiquidité. Ces actifs, ciblés pour leur qualité, contribuent également à la diversification du portefeuille en ayant un impact dans l'économie réelle.

### Quelles stratégies d'optimisation du capital avez-vous mises en œuvre ?

Nous avons par exemple mis en place des programmes de couverture des mouvements



**Matthias Seewald,**  
Membre du  
Comité Exécutif  
et Directeur des  
Investissements,  
Allianz France

actions extrêmes. Notre philosophie première est tournée autour d'une allocation stratégique d'actifs long terme, suffisamment diversifiée et résiliente avec des classes d'actifs physiques de qualité. Les stratégies dérivés, comme la couverture des actions, intègrent une dimension stratégique pour renforcer la capacité d'adaptation de nos allocations stratégiques à l'environnement dans lequel on se situe. Allianz définit le cadre de ses besoins de dérivés au vu de ses passifs et équilibres bilanciaux, en s'appuyant sur les propositions de solutions d'Allianz Global Investors, qui agit dans le cadre de mandats reflétant les axes stratégiques d'Allianz, faisant l'objet de discussions régulières.

### Quels sont vos objectifs en termes d'intégration des facteurs ESG dans la gestion de vos portefeuilles ?

Les facteurs ESG sont un pilier de la stratégie d'investissement du Groupe Allianz. À ce titre, ils sont intégrés dans le cadre financier utilisé pour élaborer les allocations stratégiques et la gestion des portefeuilles au quotidien, afin de définir une trajectoire long terme en ligne avec les objectifs du Groupe Allianz. Ces mêmes critères sont déclinés dans la gestion des portefeuilles, avec des mandats intégrant des objectifs ESG et des suivis récurrents pour mesurer la performance des portefeuilles vis-à-vis de ces objectifs.



« Nous souhaitons intégrer dans notre cadre financier des actifs innovants et différenciants, notamment dans des actifs illiquides. »



## Service client

# Un processus d'accompagnement sur mesure

**Au service des clients institutionnels** depuis plusieurs décennies, avec plusieurs centaines de véhicules dédiés en Europe, Allianz Global Investors se distingue par une grande capacité à s'adapter aux objectifs et contraintes de ses clients. Ceci au moment du lancement d'un nouveau mandat et tout au long de la vie d'un portefeuille.

**Le meilleur pour nos clients.** Nous avons à cœur de tisser des partenariats étroits à long terme avec nos clients, dans le cadre d'une relation collaborative, pour créer ensemble de la valeur et la partager. Nous attachons une grande importance à la qualité de notre service client, qui est reconnu sur tous nos marchés. Le prix « Greenwich Quality Leaders » décerné en 2019 à AllianzGI (pour la troisième fois) par Greenwich Associates, pour sa gestion institutionnelle en Europe continentale, en est une belle illustration. Il distingue un gérant d'actifs qui, parmi ses

## risklab\*, partenaire stratégique des assureurs

Pôle de conseil d'AllianzGI, risklab accompagne et conseille ses clients sur les enjeux d'allocation d'actifs, de gestion des risques, de construction de portefeuille, de gestion assurantielle, d'optimisation d'actifs et d'investissements alternatifs.

Il combine une recherche de pointe et une expertise du marché local avec une plateforme mondiale et des experts dans toutes nos régions.

risklab a ainsi la capacité d'offrir des services de conseil sur mesure, pour aider les investisseurs à atteindre l'ensemble de leurs objectifs d'investissement.

\*Société du groupe AllianzGI.

concurrents, délivre une qualité supérieure de service client aux investisseurs institutionnels\*. La fluidité de l'accompagnement repose sur une fine compréhension des besoins et objectifs, ainsi que sur une excellente coordination entre l'ensemble des parties prenantes : investisseur institutionnel, dépositaire, administrateur de fonds et société de gestion.

\*Un classement, une notation ou une récompense ne présagent aucunement de la performance future et peuvent faire l'objet de variations dans le temps.

**Allianz Global Investors GmbH**

3 boulevard des Italiens  
75113 Paris Cedex 02 - France

+33 01 73 05 73 05

Amine Benghabrit  
Country Head France  
amine.benghabrit@allianzgi.com

Véronique Boyer  
Directrice clientèle institutionnelle  
veronique.boyer@allianzgi.com

amcomm@allianzgi.com  
fr.allianzgi.com

août 2020

**Responsables de projet :** Stéphane Choukroun, Hadrien Sag, Alexander Duckwitz, Jean-Marie Courtois

**Conception et rédaction :** Agence Sormano (Florent Berthet et Hélène Koetschet) - [www.sormano.fr](http://www.sormano.fr)

**Crédits photos :** AllianzGI, DR, Adobe Stock

Cette publication est réservée aux investisseurs institutionnels. Tout investissement comporte des risques. La valeur et le revenu d'un investissement peuvent diminuer aussi bien qu'augmenter et l'investisseur n'est dès lors pas assuré de récupérer le capital investi. Les avis et opinions exprimés dans la présente communication reflètent le jugement de la société de gestion à la date de publication et sont susceptibles d'être modifiés à tout moment et sans préavis. Certaines des données fournies dans le présent document proviennent de diverses sources et sont réputées correctes et fiables, mais elles n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. L'exactitude ou l'exhaustivité de ces données/informations ne sont pas garanties et toute responsabilité en cas de perte directe ou indirecte découlant de leur utilisation est déclinée, sauf en cas de négligence grave ou de faute professionnelle délibérée. Les conditions de toute offre ou contrat sous-jacent, passé, présent ou à venir, sont celles qui prévalent. La reproduction, publication ou transmission du contenu, sous quelque forme que ce soit, est interdite; excepté dans les cas d'autorisation expresse d'Allianz Global Investors GmbH.

Pour les investisseurs en Europe (hors de la Suisse)

Ceci est une communication publicitaire éditée par Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.com](http://www.allianzgi.com), une société à responsabilité limitée enregistrée en Allemagne, dont le siège social se situe Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francfort/M, enregistrée au tribunal local de Francfort/M sous le numéro HRB 9340 et agréée par la Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Allianz Global Investors GmbH a constitué une succursale en Grande Bretagne, France, Italie, Espagne, Luxembourg, Suède, Belgique et aux Pays-Bas. Contacts et informations sur la réglementation locale sont disponibles ici ([www.allianzgi.com/Info](http://www.allianzgi.com/Info)).

Pour les investisseurs en Suisse

Il s'agit d'une communication marketing d'Allianz Global Investors (Suisse) AG, succursale à 100% d'Allianz Global Investors GmbH.  
ADM 1301835