

DÉBATS &
OPINIONS

DETTE PRIVÉE

UNE DIVERSIFICATION POUR
LES INVESTISSEURS ET POUR
LES ENTREPRISES



Avec



Jean-Francis Dusch

Directeur de la gestion
en dette d'infrastructure



**EDMOND
DE ROTHSCHILD**



Antoine Maspétol

Directeur private debt
corporate



Sandrine Richard

Responsable de l'activité
de dette privée en France

Muzinich & Co



Thierry Vallière

Directeur de la plate-
forme de dette privée





DÉSINTERMÉDIATION BANCAIRE, ÉVOLUTIONS RÉGLEMENTAIRES, ENVIRONNEMENT DE TAUX BAS... LE MARCHÉ DE LA DETTE PRIVÉE CONNAÎT UN RÉEL ESSOR. DE PLUS EN PLUS PRÉSENTES, LES SOCIÉTÉS DE GESTION OFFRENT DE NOUVELLES OPPORTUNITÉS DE DIVERSIFICATION ET DE PERFORMANCE QUI ATTIRENT DE NOMBREUX INVESTISSEURS.

Le marché de la dette privée rencontre un succès croissant. A quoi l'attribuez-vous ?

Sandrine RICHARD : Le développement de la dette privée en Europe bénéficie de plusieurs moteurs. A la suite de la dernière crise financière, de nombreuses entreprises ont rencontré des difficultés à se financer auprès des banques. Depuis, ces dernières sont davantage contraintes par des aspects réglementaires. Ainsi, les entreprises ont été amenées à diversifier leurs financements, en se tournant vers des sources alternatives comme la dette privée. En outre, ce type de financement leur permet d'entrer en relation avec des investisseurs autres que des banques. Certaines y voient une première étape avant d'aller sur le marché *high yield* ou sur le marché des actions. Quant aux investisseurs, leur intérêt pour les fonds de dette privée réside dans la diversification (notamment sur des

fonds *corporate* de petite taille) et le rendement via une prime d'illiquidité. Enfin, le cadre réglementaire est plutôt favorable à cette classe d'actifs.

Antoine MASPÉTIOL : Ce marché ne s'est pas décrété, mais il s'est développé de manière très pragmatique. Comme pour tout marché, c'est d'abord une rencontre entre l'offre et la demande. Avec d'un côté, des sociétés qui ont effectivement besoin de compléter leurs sources de financement et, de l'autre, des investisseurs qui sont à la recherche de solutions pour servir les rendements qu'ils ont promis. Il est vrai que ces actifs - que ce soit la dette infrastructure, la dette *corporate* ou la dette immobilière - offrent une prévisibilité au niveau des *cash-flows* et une certaine stabilité en ligne avec l'horizon long terme des assureurs. Enfin, la réglementation est venue accompagner le développement de ce marché.

595

**MILLIARDS DE DOLLARS,
C'EST LE MONTANT
DES ENCOURS SOUS
GESTION EN DETTE PRIVÉE**

Source : Preqin à juin 2016

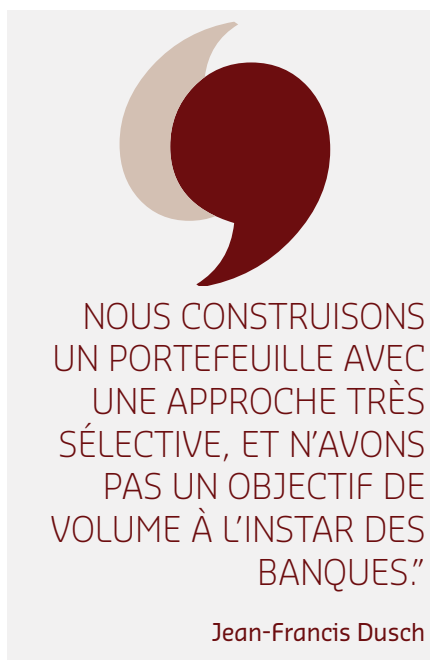
Thierry VALLIÈRE : Des réglementations nationales et internationales, comme Bâle 3, se sont imposées pour mieux encadrer les risques qui se sont matérialisés avec la crise, contraignant d'une part les banques à adapter leur *business model* et réduisant d'autre part l'offre de financement. Ces

réglementations ont ainsi entretenu un déséquilibre entre l'offre et la demande, un espace que la dette privée est venue occuper. Les *corporates* ont retrouvé des besoins de financement importants, qu'il s'agisse de croissance interne ou externe, et cherchent également à diversifier leurs sources de financement. Le volume des M&A et la capacité d'investissement des fonds sont à des niveaux élevés, ce qui soutient la demande. S'ajoutent des investisseurs en recherche de diversification mais également de rendements dans un environnement de taux durablement bas. Enfin, le dernier élément qui a catalysé cette désintermédiation est venu des pouvoirs publics qui ont fait sauter des verrous réglementaires pour permettre à des institutionnels d'aborder plus facilement ces classes d'actifs.

Jean-Francis DUSCH : Le marché de la dette d'infrastructures, sur lequel nous sommes positionnés, a connu une forte croissance. Cet attrait est dû au fait que cette dette est adossée à des actifs réels qui offrent en outre une prévisibilité des *cash-flows*. Il s'agit souvent d'actifs qui s'inscrivent dans un cadre très régulé, avec des contrats de long terme concernant la génération de *cash-flows*. La probabilité de défaut est très faible, comme le montrent les bases de données des agences de notation. *Post-subprime*, nous avons même eu un durcissement des critères de crédit qui font que les structures sont encore plus robustes. Enfin, les sûretés mises en place nous permettent aussi, dans les rares cas de défauts, de recouvrer la quasi-totalité des montants qui pourraient rester dus, y compris parfois les intérêts.

Est-on sur une tendance structurelle ?

Thierry VALLIÈRE : Globalement, l'offre bancaire est durablement contrainte pour plusieurs raisons. Les perspectives de croissance restent faibles – inférieures à 2 % en Europe – et les taux devraient rester durablement bas. En outre, les contraintes réglementaires ne devraient pas s'assouplir pour les banques avec notamment l'introduction de Bâle 4, augmentant le coût du capital sur de



nouvelles classes d'actifs encore peu ou mal abordées par les investisseurs institutionnels. Enfin, la fin du LTRO (*long term refinancing operations*) de la BCE va peser sur les banques. Ainsi, on peut penser que leur modèle économique devrait continuer à évoluer. Dans le même temps, les besoins pour investir, refinancer et diversifier les modalités de financement sont toujours là. Enfin, du côté de nos clients institutionnels, le contexte décrit plus haut les amène à chercher de nouvelles classes d'actifs à long terme qui génèrent un rendement complémentaire, au-delà de la diversification que peuvent offrir ces classes d'actifs.

Antoine MASPÉTIOL : Nous en sommes convaincus. On fait souvent référence au marché américain qui s'est également développé de manière très pragmatique, avec un ratio de 20 % / 80 % de financements bancaires et non bancaires. En Europe, cette répartition était inversée jusqu'à la crise financière. La désintermédiation qui s'en est suivie est structurelle et s'inscrit dans le sens de l'histoire. Nous avons la conviction que les banques ne pourront pas à elles seules assurer les besoins de financements des entreprises. Je pense également que si, d'une manière

générale, les assureurs se positionnent sur ce marché, ce n'est pas pour répondre à un effet de mode mais cela procède d'une stratégie réfléchie et de long terme. En tout cas, c'est comme cela que notre groupe a perçu le développement de ce marché et c'est dans cette perspective que nous y avons investi des ressources.

Jean-Francis DUSCH : La conviction du groupe Edmond de Rothschild est que le marché des infrastructures répond à un besoin sur le long terme auquel nous souhaitons répondre avec une offre pérenne. Bien que les banques n'étaient pas encore très contraintes par la réglementation Bâle 3 et que les investisseurs se montraient encore prudents quelques années auparavant, nous avons réussi à déployer notre offre assez rapidement et pour des montants significatifs puisque nous avons dépassé le milliard d'euros sous gestion en décembre 2016. Sur le premier millésime de la plate-forme Bridge de dettes d'infrastructure, nous avons déployé la quasi-totalité de nos fonds en moins de deux ans. En tant que gérant d'actifs, nous construisons un portefeuille avec une approche très sélective, et n'avons pas un objectif de volume à l'instar des banques. Un

autre défi pour nous a consisté à bien faire passer le message aux émetteurs que, contrairement aux établissements bancaires traditionnels, nos clients sont nos investisseurs. Ce qui ne nous empêche évidemment pas de mettre en place des structures de financement efficaces, solides et conformes à l'objectif du groupe de soutenir la mise en place d'infrastructures clés et emblématiques en Europe. Nous sélectionnons les meilleurs actifs pour les investisseurs qui sont à la recherche de qualité et de rendement.

Sandrine RICHARD : Il y a une unanimité sur le fait que cette tendance est de long terme. Les entreprises ne vont pas faire volte-face et décider d'un coup de ne plus faire appel qu'aux financements bancaires. C'est dans leur intérêt de diversifier leurs sources. Par contre, il est possible également que le développement du marché de la dette privée se fasse un peu aussi par à-coups. En Europe, cette tendance est plus récente qu'aux Etats-Unis. Les fonds de dette privée ont besoin d'établir et de démontrer un *track record* et qu'ils arrivent à délivrer les performances attendues. C'est une question de temps. En ce moment, il y a plus de liquidités à

placer que de capacités à investir et, une reprise de la croissance économique en Europe serait une aide pour la poursuite de ce développement. Enfin, ce dernier sera aussi facilité par la mise en place de l'aspect opérationnel/*back-office*, aussi bien auprès des investisseurs qu'auprès des sociétés de gestion.

En quoi la réglementation est-elle favorable à cette classe d'actifs ?

Antoine MASPÉTIOL : La réglementation a évolué, elle aussi, de manière très pragmatique, donnant un peu plus de latitude, parce que le marché est naissant, tout en étant vigilante à ce qu'il ne se développe pas trop vite. C'est un vrai métier, on ne s'improvise pas banquier du jour au lendemain. Le marché s'est malgré tout développé à son rythme et la réglementation a favorisé la désintermédiation de manière organisée. On peut se féliciter que certaines contraintes aient été progressivement levées, afin de permettre notamment que tout ce qui a trait au monopole bancaire puisse être adapté aux contraintes des investisseurs et nous permette concrètement de financer l'économie. C'est cela, l'objectif. Car derrière le côté réglementaire, il y a un aspect économique louable qui est de faciliter le financement de « l'économie réelle ». En outre, le régulateur, la Banque de France et le Trésor sont très vigilants et suivent ce développement de près. Nous sommes d'ailleurs en contacts réguliers avec eux.

Jean-Francis DUSCH : La dette institutionnelle existe depuis assez longtemps dans l'absolu et le recours aux *project bonds* s'est répandu dès les années 90, pour trouver une liquidité alternative quand les banques avaient un peu trop d'exposition. Cette liquidité institutionnelle s'est structurée récemment au travers de fonds ou d'assureurs qui se dotent d'équipes dédiées. Quand nous avons lancé notre plate-forme, le cadre réglementaire existant nous a permis de proposer un produit attractif pour les investisseurs. Nous observons également une dichotomie entre Bâle 3 et Bâle 4 qui contraint les banques assez fortement, notamment sur les infrastructures où les



maturités longues sont un aspect clé. Alors qu'en parallèle, l'évolution récente de la réglementation Solvabilité 2 et la définition d'actifs infrastructures éligibles favorisent le développement de cette liquidité institutionnelle auprès d'assureurs.

Sandrine RICHARD : C'est un peu la question de « l'œuf et la poule » : est-ce la réglementation qui a aidé au développement de la dette privée ou est-ce la dette privée qui a permis l'adaptation de la réglementation ? Avec Bâle 3, les autorités de réglementation et les gouvernements voulaient assurer le financement de long terme. Les assureurs et les fonds de pension ont structuellement un passif en adéquation avec ces financements de long terme. Comme pour Solvabilité 2 (très favorable aux actifs non notés et non cotés), il fallait être force de proposition. En France, de nombreux échanges ont eu lieu entre les autorités, les investisseurs finaux et les sociétés de gestion pour développer des fonds, des structures, des programmes d'agréments, et mettre en place ces financements, tout en préservant les intérêts des investisseurs.

Thierry VALLIÈRE : Les marchés de désintermédiation existent car il y a un

IL Y A PLUS
DE LIQUIDITÉS
À PLACER QUE
DE CAPACITÉS À
INVESTIR ET UNE REPRISE
DE LA CROISSANCE
ÉCONOMIQUE EN EUROPE
SERAIT UNE AIDE POUR
LA POURSUITE DE CE
DÉVELOPPEMENT."

Sandrine Richard

déséquilibre profond entre l'offre et la demande. Les pouvoirs publics et la réglementation ont su rapidement venir en support et accompagner ce développement. A titre d'exemple, il y a d'importants besoins d'investissements en Europe, notamment dans les infrastructures, pour relancer la croissance économique. Des labels ont donc été créés dans ce sens et le traitement dans le cadre de Solvabilité 2 a évolué favorablement par rapport aux obligations listées de risques comparables. Ainsi, le couple rendement sur consommation de capital réglementaire de la dette privée est l'un des meilleurs parmi toutes les classes d'actifs.

Les sociétés de gestion sont de plus en plus présentes sur cette classe d'actifs. Sont-elles concurrentes des banques ?

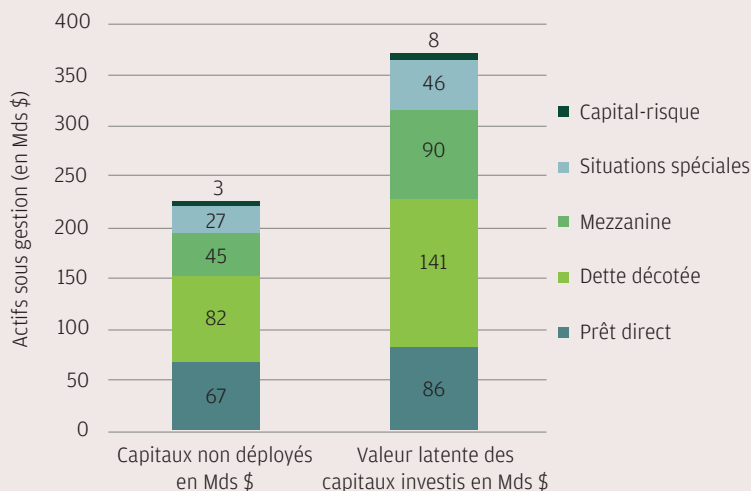
Jean-Francis DUSCH : Dans une certaine mesure, nous pouvons être complémentaires, parce que les montants en dettes sont parfois tels que la cohabitation avec des prêteurs bancaires est requise. Notre capacité à prêter sur le long terme est un autre

élément de complémentarité, les banques pouvant se concentrer sur des instruments plus courts et spécifiques de la structure de financement d'un actif et que nous ne proposons pas. Nous pouvons être également alternatifs, dans le sens où l'on réalise beaucoup d'opérations sur lesquelles nous convainquons l'emprunteur de structurer et mettre en place une solution cousue main. Nous pouvons aussi être en compétition sur certains actifs emblématiques sur lesquels les acteurs institutionnels souhaitent apposer leur nom. Beaucoup de nos investisseurs apprécient la classe d'actifs pour ce qu'elle représente (infrastructures sociales, transition énergétique, transport transeuropéen, communication digitale, intermodalité des infrastructures en Europe, impact positif sur le développement durable et l'économie réelle). Les banques doivent compter avec des sociétés de gestion performantes qui savent sourcer, structurer et analyser les risques de transactions complexes et emblématiques.

Sandrine RICHARD : Ce n'est absolument pas notre approche

et notre ressenti. Sur toutes les opérations que nous réalisons, les banques sont présentes, voire même à l'origine du dossier. En France, les banques sont en bonne santé, ont des capacités de financement importantes et un réseau exceptionnel. Pour des raisons réglementaires, elles repensent leur modèle économique avec des partenaires spécialistes externes et nous bénéficions de cette situation. Nous percevons la dette privée comme un financement complémentaire, et c'est encore plus vrai pour des petites entreprises. Les banques sont souvent sur de l'amortissable, des maturités inférieures à cinq ans. Nos solutions sont davantage sur mesure. La question du *timing* est aussi importante. Certes, les comités d'investissement des banques sont maintenant très réactifs. Mais parfois, nous pouvons intervenir à un moment où, sur un type de financement, une banque sera un petit peu moins à l'aise. Ce qui ne veut pas dire que le crédit n'est pas bon. De même, pour financer des projets dont les revenus sont différés, un financement dit « *in fine* » sera plus adapté, lorsqu'une banque sera plus à l'aise pour une dette amortissable.

ACTIFS SOUS GESTION EN DETTE PRIVÉE PAR TYPES DE FONDS (JUIN 2016)



Source : Preqin Private Debt Online

Antoine MASPÉTIOL : Chez Aviva Investors, nous voyons notre rôle d'investisseur comme complémentaire de celui des banques. Aux Etats-Unis, les deux modèles coexistent de manière intelligente. Concrètement, l'entreprise utilise les sources de financement disponibles sans se poser trop de questions, et cela fonctionne plutôt bien parce que l'offre est justement complémentaire. Nous avons besoin que les banques soient présentes pour assurer le court terme, la gestion de la trésorerie et les flux notamment. En revanche, nous proposons autre chose, une autre agilité en quelque sorte. La meilleure manière d'en parler, c'est la maturité. Mais c'est aussi, en termes de documentation, avoir cette vision d'investisseur à long terme qui nous permet parfois d'accepter certaines flexibilités en contrepartie d'autres choses. Par expérience, cela est très bien reçu par les entreprises qui ont compris que nous étions là pour le long terme et qui sont prêtes à accepter de payer un peu plus, parce que nous sommes mono-produit et nous n'avons pas de relation commerciale avec elles. L'unique rémunération, c'est la marge que nous aurons sur une opération. Il y a donc, d'un côté, les banques qui assurent

le court terme et leur métier de banquier et, de l'autre, nous complétons cette offre par quelque chose de différent que nous arrivons à affiner grâce à notre agilité, selon les mandats accordés par nos investisseurs.

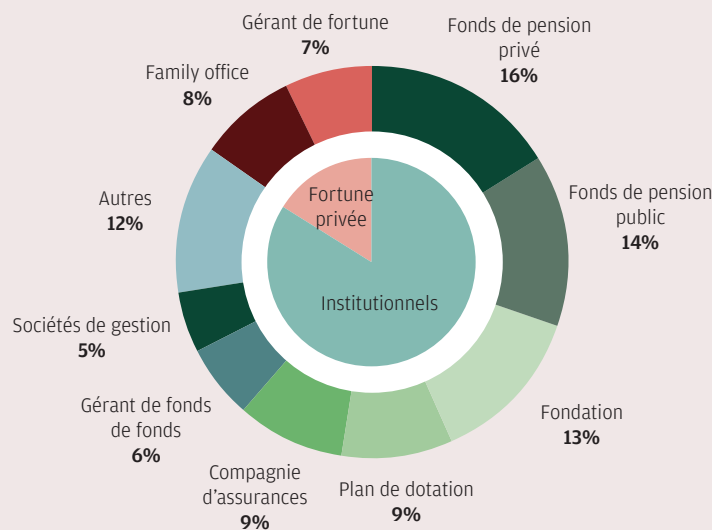
Thierry VALLIÈRE : Je pense également que nous sommes complémentaires. Nous avons des *business models* fondamentalement différents. Les banques ont vu leur coût du capital augmenter et privilégient d'une part des crédits plus courts, amortissables, et d'autre part la distribution auprès d'investisseurs. Mais également la vente de *side business* moins consommatrice de capital, comme le *cash management*, les opérations de change, non couverts par les institutionnels. Les gérants d'actifs n'ont pas - et ne l'auront probablement jamais - la capillarité et la puissance des réseaux bancaires. Notre métier est de sélectionner pour nos clients les meilleures opérations de financement, avec une bonne adéquation du couple risque/rendement et une structure encadrant correctement les risques. En fonction des classes d'actifs, nous aimons également avoir un alignement d'intérêts avec une participation des banques afin de ne

pas être le prêteur exclusif. On peut toutefois être le seul acteur quand on fait des opérations de financement d'actifs type aéronautique ou immobilier.

Comment appréhendez-vous cette classe d'actifs en termes d'organisation et de processus d'investissement ?

Thierry VALLIÈRE : Chez Amundi, l'organisation est sensiblement identique à celle d'une banque de financement et d'investissement (BFI), puisque nous avons un ADN crédit et transactionnel. Nous sommes particulièrement sensibles à ne pas transiger sur l'encadrement du risque de crédit. Le comité d'investissement est composé de six membres *seniors*. Toutes les décisions sont prises par ce comité qui se réunit hebdomadairement et étudie au moins trois à quatre fois les dossiers avant qu'ils ne soient validés. Il comprend des *senior advisors* externes à Amundi, généralement d'anciens patrons de BFI. Comme nous ne sommes pas une boutique, nous devons délivrer les promesses faites à nos clients qui sont celles de la diversification et de la prime. Ils ne sont pas juste clients de la plate-forme de dette privée, mais ils

QUELS SONT LES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS EN DETTE PRIVÉE (PAR TYPES)



Source : Preqin Private Debt Online



NOUS
SOMMES
APPELÉS À
DÉMONTRER QUE POUR
DU RISQUE DE CRÉDIT
ÉQUIVALENT SUR
LES MARCHÉS LIQUIDES,
NOUS DÉLIVRONS BIEN
UNE PRIME ET
DE LA VALEUR."

Thierry Vallière

le sont généralement aussi sur d'autres produits. Nous sommes donc appelés à démontrer que pour du risque de crédit équivalent sur les marchés liquides, nous délivrons bien une prime et de la valeur, ce pourquoi nos clients sont prêts à payer plus cher que pour des gestions traditionnelles.

Jean-Francis DUSCH : L'équipe est capable d'originer les actifs directement auprès des sponsors. Cela nous permet *in fine* d'avoir une influence sur les structures et d'obtenir des meilleurs rendements également. Pour nous, l'origination, la capacité à structurer et à négocier sont clés. Le suivi des investissements des actifs en portefeuille l'est tout autant, surtout dans une logique d'investissements à long terme. Nous avons mis en place une fonction de contrôle des risques indépendante. Ce que nous faisons sur la dette d'infrastructure, c'est fondamentalement du crédit. Ainsi, chaque membre de l'équipe - qui compte 11 personnes basées à Londres - a une qualification de *risk officer* acquise en banque. Enfin, il faut que l'actif sous-jacent ait du sens intrinsèquement. Le fait que certains membres de notre équipe aient travaillé pour des sponsors industriels leur permet d'appréhender

les aspects opérationnels et techniques d'un actif au-delà du financier : c'est notre valeur ajoutée. Ce qui nous différencie aussi d'autres acteurs, notamment des fonds, c'est de gérer des actifs de dette d'infrastructure pour le compte de tiers, tout en bénéficiant des services d'Edmond de Rothschild Asset Management. Les équipes de solutions d'investissement nous ont ainsi permis de faire une transition vers le métier de gérant d'actifs, de comprendre par exemple les aspects de Solvabilité 2... Notre approche du marché du crédit s'en est trouvée remodelée pour le bénéfice de nos investisseurs.

Antoine MASPÉTIOL : Pour les investisseurs institutionnels ou les fonds qui se sont lancés sur cette classe d'actifs, il s'agit d'une nouvelle activité car finalement, c'est un métier de banquier avec deux principales caractéristiques : le niveau de risque différent associé à l'aspect *buy and hold*. Par conséquent, leur premier réflexe a été de renforcer les ressources en analyse crédit et en structuration de financements qui n'existaient pas nécessairement en interne, ce qui était le cas chez nous. L'équipe *corporate* est composée de huit personnes dont sept viennent de la banque et une d'une

agence de notation. En outre, quand on réalise des investissements à long terme relativement illiquides, il convient d'avoir une gouvernance solide. Cela permet à la fois de l'agilité pour répondre vite, au moins au même rythme que les banques, et en même temps d'avoir une analyse des risques robuste. Pour chaque activité, nous avons un *senior advisor* indépendant qui comprend la classe d'actifs et vient appuyer et "challenger" le travail des équipes. Au-delà du fait que l'on veut s'assurer d'être remboursés, la question majeure est de savoir si l'investissement présente un réel intérêt pour nos clients en termes de rendement ajusté du risque. L'analyse du risque mais aussi le rendement et la documentation juridique permettent d'identifier si l'opération envisagée est attractive pour nos clients.

Sandrine RICHARD : En 2012, Muzinich a souhaité développer une stratégie de dettes privées avec la même philosophie d'investissement prudente que celle suivie depuis plus de 25 ans. Notre présence locale nous permet d'être proches des entreprises et des arrangeurs, d'avoir une bonne connaissance du tissu économique local et donc d'analyser le plus de dossiers possibles. Nous disposons d'une équipe d'investissement de 21 personnes, localisées en Angleterre, en Espagne, en France, en Italie et depuis peu en Allemagne. Par ailleurs, à la différence d'une BFI, nous suivons nos investissements une fois en portefeuille. Nous bénéficions aussi de la présence globale de Muzinich avec un processus et un comité d'investissement communs à travers l'Europe. Il est composé des responsables de dettes privées d'équipe locale et de deux *seniors* de la dette privée aux Etats-Unis, ce qui permet d'avoir une capacité de comparaison intergéographique et d'optimiser des démarches de *sourcing*. De même, une équipe est dédiée au *settlement*. Notre analyse est fondamentale, en adéquation avec l'ADN de Muzinich. Quant aux profils de nos équipes de dettes privées, ils sont complémentaires : du *private equity*, en passant par la gestion d'actifs, le conseil en financement et la banque.

Quels types de fonds proposez-vous et à quelle clientèle ?

Jean-Francis DUSCH : Notre plateforme Bridge compte 1,2 milliard d'euros d'encours. En 2014, le premier millésime était un FCT de droit français (fonds de prêt à l'économie). Aujourd'hui, les millésimes 2 et 3 sont de droit luxembourgeois, ce qui nous permet de cibler tous les investisseurs européens. Nous sommes toujours positionnés sur de la dette d'infrastructure senior et sécurisée. Toutefois, notre offre comprendra également des solutions générant davantage de rendement, comme par exemple de la dette subordonnée induisant certes plus de risques. Si notre clientèle est traditionnellement institutionnelle, les produits à plus haut rendement pourront potentiellement convaincre d'autres clients.

Thierry VALLIÈRE : Aujourd'hui, nos fonds de dette privée sont exclusivement distribués aux investisseurs institutionnels qui nous ont confié près de 9 milliards d'euros. En termes d'offre, c'est une classe d'actifs hétérogène. Il y a d'une part le segment *corporate* et d'autre part le financement d'actifs (infrastructure, immobilier,

aéronautique) à l'intérieur desquels nous retrouvons des typologies de risque extrêmement divers. Cela part de la dette senior ou même des parties qui bénéficient de garanties export et qui sont quasiment du risque souverain. A l'autre bout du spectre, on trouve des tranches subordonnées avec des *equity kickers* par exemple. Il est donc indispensable que nos clients comprennent précisément les classes d'actifs dans lesquelles ils investissent, pour bien évaluer le couple rendement/risque. Un gros travail d'éducation est alors nécessaire.

Antoine MASPÉTIOL : Nous sommes positionnés sur deux stratégies en euro : une *crossover* – c'est-à-dire plutôt des ETI - et une *small & midcaps* – plus proche des petites entreprises. Ces stratégies ont en commun d'investir dans des sociétés qui ont un profil financier solide. En termes de diversification, nous préférons être concentrés sur des secteurs qui sont, eux aussi, résilients en termes de génération de *cash-flows*. Dès lors, ce qui vaut pour l'entreprise vaut aussi pour le secteur. A titre d'exemple, nous sommes ouverts au secteur automobile, qui compte des entreprises générant des marges importantes et qui se sont révélées résilientes en bas de cycle. En revanche, le secteur des nouvelles technologies est, lui, plus adapté à l'*equity*. Nos produits s'adressent à des institutionnels, dont notre maison mère, le groupe Aviva.

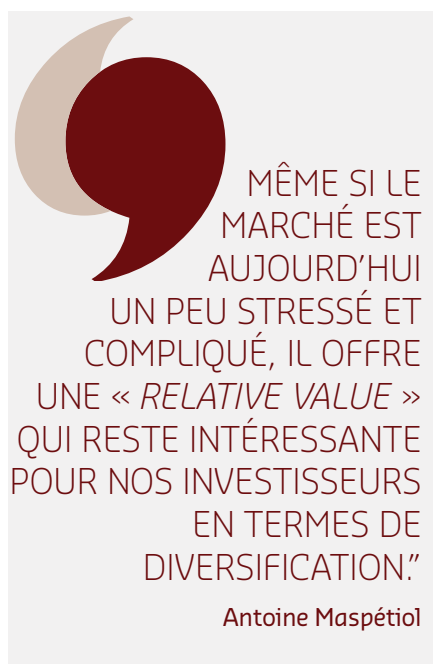
Sandrine RICHARD : Nous investissons principalement dans la dette d'entreprises de petite taille, entre 5 et 50 millions d'euros d'Ebitda. Nous gérons 750 millions d'euros à travers quatre fonds locaux (anglais, espagnol, français et italien), et sommes en cours de finaliser le premier *closing* d'un fonds paneuropéen. Le produit français est un fonds de dette senior qui peut investir jusqu'à 30 % en dehors de France. Les trois autres fonds locaux peuvent investir à travers toute la structure du capital (de la dette senior à la dette junior). De plus, nous sommes agnostiques sur l'actionnariat, et nous faisons aussi bien du financement d'acquisition,



d'investissement, de refinancement de dette et de distribution de dividende. Nos clients sont des investisseurs de long terme souhaitant accompagner des entreprises sur la durée (assureurs, fonds de pension, *family offices*).

En termes de rendement, qu'est-ce qu'un investisseur peut attendre sur cette classe d'actifs ?

Antoine MASPÉTIOL : Quand nous rencontrons des investisseurs novices sur cette classe d'actifs de la dette privée, certains nous disent « votre concurrent nous propose du 7 % ». Mais avec quel risque ? Toute la difficulté est alors de leur expliquer que si le rendement est attractif, le niveau de risque associé au sous-jacent n'a rien à voir. Nous avons donc un travail de pédagogie, en particulier auprès des investisseurs qui n'ont pas la culture du défaut potentiel, ou des situations complexes. Même si le marché est aujourd'hui un peu stressé et compliqué, il offre une « *relative value* » qui reste intéressante pour nos investisseurs en termes de diversification. Notre valeur ajoutée repose aussi sur notre capacité à sourcer des investissements qui présentent un retour ajusté du risque réellement attractif pour les



MÊME SI LE MARCHÉ EST AUJOURD'HUI UN PEU STRESSÉ ET COMPLIQUÉ, IL OFFRE UNE « *RELATIVE VALUE* » QUI RESTE INTÉRESSANTE POUR NOS INVESTISSEURS EN TERMES DE DIVERSIFICATION."

Antoine Maspétiol

investisseurs. Quant aux rendements, nous sommes dans le marché, c'est-à-dire à peu près sur les mêmes niveaux mentionnés précédemment.

Sandrine RICHARD : L'attrait de cette classe d'actifs pour les investisseurs est la prime d'illiquidité, toujours avec ce prisme de rendement/risque. S'ajoute la diversification, qui est d'autant plus vraie sur les petites transactions. De par la taille des montants levés, le nombre de prêteurs est restreint. Les fonds de dette privée génèrent souvent une courbe en J favorable, puisque l'investisseur dans le fonds pourra percevoir des rendements dès le premier investissement réalisé. Enfin, cela peut apporter une couverture sur l'inflation, puisque dans les fonds de dette Muzinich les investissements sont principalement à taux flottants, ce qui permet de diminuer le risque de duration pour les investisseurs.

Jean-Francis DUSCH : Sur les produits de dette d'infrastructure senior sécurisée et « *investment grade* » (triple B et triple B-), nous raisonnons davantage en *spread*. Nous sommes parvenus à construire un portefeuille d'actifs générant des marges de crédit moyennes d'environ 230 points de base sur les différents compartiments de la plate-forme Bridge, et ce, sans sacrifier la qualité de crédit et sans prendre de risques supplémentaires par rapport au *benchmark*. Même s'il est toujours difficile de raisonner en termes de *benchmark*, sur ces actifs illiquides, à qualité de crédit équivalente, nous sommes parvenus à générer un *premium* de *spread* jusqu'à plus de 100 points de base. Nous essayons aussi de surfer sur ce côté un peu moins rationnel du *pricing*. Contrairement aux banques, nous avons le bénéfice de ne pas devoir faire le même volume.

Thierry VALLIÈRE : La dette privée permet à nos clients de se diversifier en investissant dans des actifs, des sociétés et des secteurs auxquels ils n'auraient pas accès en direct via les marchés traditionnels. Ils viennent aussi chercher chez Amundi de la prime dont le rendement est fonction du niveau de risque qu'ils sont prêts à prendre. A

62%

DES INVESTISSEURS ENVISAGENT D'AUGMENTER LEUR ALLOCATION EN DETTE PRIVÉE SUR LE LONG TERME

Source : Preqin

titre d'exemple, le double B va se situer aujourd'hui autour de 200 points de base sur les marchés publics. Pour être compétitif, il faut offrir sur ces marchés privés une prime au moins de l'ordre d'une centaine de points de base. Nous nous attachons donc à générer de la valeur relative pour nos clients, puisqu'ils acceptent de payer des frais de gestion plus importants sur ces actifs dans des fonds fermés. Mais l'*absolute return* n'a pas de sens si on ne le rapproche pas d'un niveau de risque.

Vous avez évoqué des frais de gestion supérieurs. Pour quelles raisons ?

Sandrine RICHARD : C'est une activité très consommatrice de ressources. Si les commissions perçues sont trop basses, il faut aussi se poser des questions. Contrairement à des actifs qui sont sur les marchés publics, nous pouvons travailler six mois sur une transaction et qui, au bout du compte, peut ne pas aboutir pour différentes raisons. Le travail en amont, extrêmement important, est rémunéré en conséquence. Il y a un vrai alignement d'intérêts entre l'investisseur et la société de gestion. Dans le cas contraire, l'activité ne serait pas pérenne pour cette dernière. Il convient également de noter que les commissions versées par l'investisseur peuvent être réduites par les commissions perçues pour chaque investissement et reversées intégralement au fonds, à l'instar de ce que fait Muzinich.

Thierry VALLIÈRE : Nous faisons de la gestion active qui est "pricée" différemment de la gestion passive.

Quand on se compare aux gestions classiques actives, on a également cet aspect transactionnel. On peut travailler pendant plusieurs mois sans que l'opération se matérialise. L'activité de gestion de dette privée nécessite beaucoup de collaborateurs expérimentés, pour la partie *front*. De plus, nous intervenons sur des marchés qui ne sont pas organisés, avec des fonctions supports moins intégrées, plus manuelles, ce qui ajoute une couche de coûts. Le niveau des *fees* est donc en rapport avec le rendement absolu et la prime que l'on capture. Nous sommes obligés de faire un juste partage de la valeur et d'avoir un alignement d'intérêts.

Antoine MASPÉTIOL : Il ne faut pas oublier que nous portons le nom de notre maison mère. L'enjeu de réputation est très important et nous ne sommes pas là pour faire des coups opportunistes mais pour nous inscrire durablement sur ce marché. L'autre aspect est le rendement net servi. Il ne s'agit pas d'avoir des *fees* importantes si le taux net délivré aux investisseurs est faible. Enfin, une fois encore, nous ne sommes pas sur une classe d'actifs traditionnelle. Il y a des besoins de ressources indépendantes, l'analyse crédit est réalisée en interne. Tout cela a un coût. En définitive, nos frais de gestion sont raisonnables et sur cet aspect, la pression de notre groupe sert également nos investisseurs !

Jean-Francis DUSCH : Nos frais de gestion sont en ligne avec ce que pratique la majorité des gestionnaires de dette d'infrastructure.

Est-il facile de déployer les levées de fonds ?

Thierry VALLIÈRE : Nous ne rencontrons pas de difficulté à déployer nos fonds. Nous avons la chance de nous être positionnés assez tôt sur cette classe d'actifs et d'avoir une taille critique. Beaucoup de dossiers viennent à vous dans ce contexte. Nous voyons quasiment tout ce qui se fait sur les segments sur lesquels nous sommes présents. Cela nous permet de sélectionner les meilleures opérations et de rester rigoureux dans un environnement complexe et marqué par un excédent de liquidités. Il y a également des périodes où on n'investit pas car les conditions ne sont pas réunies. Même si c'est frustrant pour nos équipes de gestion, nous pouvons ne pas faire d'opérations pendant un trimestre. En moyenne, sur le segment *corporates*, nous réalisons une quinzaine d'opérations par an et sélectionnons une opération sur 20 présentées en comité d'investissement (le *hit ratio* est de 5 %). Cependant, il y a quand même un excédent de liquidités qui pèse sur les rendements et la qualité de la classe d'actifs.

Jean-Francis DUSCH : Nous sommes assez sereins sur la question du déploiement. Les opérations sont identifiées et structurées bien en amont. Au sein même du portefeuille cible, nous réalisons ensuite des arbitrages en fonction de nouvelles opportunités ou d'allocations. Ce déploiement s'effectue dans une logique sélective et non pas au détriment de la qualité.

Antoine MASPÉTIOL : Objectivement, il y a en ce moment une difficulté conjoncturelle avec, d'un côté, beaucoup de liquidités et, de l'autre, peu de besoins. Paradoxalement, les opportunités ne manquent pas, car les

crédits compliqués en profitent pour essayer de se financer. Résultat, notre taux de sélection a beaucoup diminué ces derniers mois (il est de 7 % aujourd'hui). La pression des investisseurs peut se traduire par les questions suivantes : quel est le rendement et quel est le montant investi ? Notre stratégie d'investissement repose sur une discipline rigoureuse qui peut nous conduire à adopter provisoirement une pause si le marché n'est pas bon. C'est parfois difficile à entendre mais la prudence les rassure aussi. Nous nous inscrivons sur le long terme (nous avons des périodes d'investissement étalées sur trois ans) et l'objectif est de préserver les intérêts de nos clients avant tout.

Sandrine RICHARD : Dans tous les pays où Muzinich est présent, nous constatons beaucoup d'opportunités d'investissement. Nous sommes exigeants sur le sous-jacent, le rendement et la documentation juridique. Avec cet afflux de liquidité, parfois, les termes d'une opportunité d'investissement ne nous semblent pas en ligne avec le couple rendement /risque attendu par nos investisseurs. Dans ce cas, nous avons le choix de ne pas faire de transaction, dans l'intérêt de nos investisseurs.

Enfin, la désintermédiation n'entraîne-t-elle pas un transfert des risques sur les investisseurs ?

Antoine MASPÉTIOL : Bien sûr. À nous de bien le "monitorer", d'où l'importance d'avoir des équipes d'analyses internalisées et indépendantes. Nous considérons toujours par exemple que le degré d'engagement d'une banque auprès d'une société est un élément parmi d'autres, mais ce n'est pas un élément déterminant dans notre choix d'investir ou non. En revanche, il est important de s'assurer que la complémentarité des financements existe bien, avec notamment des

financements court termes assurés par les banques.

Sandrine RICHARD : Les investisseurs se sont aussi adaptés à ce transfert du risque, soit en développant des équipes internes d'experts dédiés à ces investissements, soit en passant par des intermédiaires dont c'est la spécialité. Ces investisseurs finaux en sont conscients et considèrent cette classe d'actifs en conséquence. Dans le cadre de *due diligence* détaillées, nous expliquons aux investisseurs la stratégie d'investissement, le contrôle et le suivi des risques des fonds.

Jean-Francis DUSCH : Nous prenons en compte très sérieusement la façon avec laquelle nous validons nos analyses de risques. Je considère que nous sommes dans un métier de crédit, d'analyse et d'encadrement de risque. Nous nous sommes équipés en conséquence et, en complément de l'analyse de notre équipe de gestion, un *risk manager* indépendant produit sa propre analyse qui est également soumise au comité d'investissement lors des délibérations sur une opportunité d'investissement. Cela nous permet ainsi d'avoir une approche à « quatre yeux » qui influence également la manière dont nous structurons les transactions.

Thierry VALLIÈRE : Notre métier consiste à faire du crédit. Par conséquent, il y a bien un risque transféré vers les institutionnels. Nous avons tous des autorités de surveillance et des régulateurs qui nous encadrent et imposent des cadres de travail. Après, il y a peut-être des sujets d'asymétrie de liquidités par rapport aux banques et le coût du capital. Ce sont des sujets ouverts, sur lesquels il y a des réflexions des autorités de surveillance et régulateurs. Nous pouvons leur faire confiance pour progressivement faire évoluer le cadre, si nécessaire.

Cette table ronde a été réalisée le 12 avril 2017.

Les performances passées ne préjugent en rien des performances futures et la valeur d'un investissement peut varier à la hausse, comme à la baisse, en fonction notamment de l'évolution des marchés financiers. Il se peut que les investisseurs ne récupèrent pas l'intégralité de leur placement. Les informations sur les valeurs ne sauraient être assimilées à des recommandations d'acheter ou de vendre ces valeurs.

EDMOND DE ROTHSCHILD ASSET MANAGEMENT

Contact : +33 (0)1 40 17 23 44



EDMOND
DE ROTHSCHILD

Le groupe Edmond de Rothschild est indépendant, à capital familial, spécialisé dans l'*asset management* et la banque privée. Fondé en 1953, il est présidé depuis 1997 par le Baron Benjamin de Rothschild. Au 31 décembre 2016, il compte 155 milliards d'euros d'actifs sous gestion, 2.700 collaborateurs et 27 implantations dans le monde. Outre ses activités d'*asset management* et de banque privée, le groupe est également présent dans les métiers de *corporate finance*, de *private equity* et d'administration de fonds. Edmond de Rothschild Asset Management se positionne comme un acteur multi-spécialiste, totalise 57 milliards d'euros d'encours sous gestion au 31 décembre 2016 et compte 480 collaborateurs dont 100 professionnels de l'investissement.

AVIVA INVESTORS

Contact : info.fr@avivainvestors.com



Aviva Investors est la filiale de gestion d'actifs du groupe Aviva. Représentée dans 15 pays et comptant plus de 1.300 salariés, Aviva Investors gère 403 milliards d'euros d'actifs* sur une large gamme de produits et de solutions d'investissement. Aviva Investors offre les avantages d'une organisation globale combinée à des savoir-faire locaux. Cette organisation nous permet d'exploiter au maximum les opportunités au niveau mondial pour en faire bénéficier nos clients, au travers de performances d'investissement solides et de produits innovants. En France, avec plus de 104 milliards d'euros d'actifs gérés*, Aviva Investors ambitionne de construire des relations durables avec le monde institutionnel.

* au 31/12/2016

MUZINICH & CO

Contact : Anne Petit – Country manager Muzinich & Co, Ltd succursale de Paris – +33 (0) 1 70 91 69 82 – apetit@muzinich.com



Muzinich & Co est une société d'investissement dont le capital est détenu par des actionnaires privés. La société cible essentiellement une clientèle institutionnelle et a développé une expertise dans la gestion de crédit et la dette privée avec 28 milliards de dollars d'encours. Muzinich & Co a été créée à New York en 1988 et dispose aussi de bureaux à Francfort, Londres, Madrid, Manchester, Milan, Paris et Zurich. En qualité de spécialiste de la gestion d'obligations d'entreprises, nous proposons des solutions d'investissement couvrant l'ensemble de l'univers du crédit d'entreprises, notamment le *high yield*, l'*investment grade*, le *crossover*, les *senior loans* et les *loans* dédiés aux ETI. Une approche mondiale prévaut grâce à nos équipes dédiées sur les marchés américain, européen et émergents.

AMUNDI

Contact : www.amundi.com



Coté depuis novembre 2015, Amundi est le premier gestionnaire d'actifs européen en termes d'encours. Avec sept plates-formes de gestion dans les principales places financières internationales, Amundi a gagné la confiance de ses clients par la profondeur de sa recherche et son expérience de marché. Amundi est le partenaire de confiance de 100 millions de clients particuliers, de 1.000 clients institutionnels et de 1.000 distributeurs dans plus de 30 pays. Il conçoit des produits et services innovants et performants pour ces types de clientèle, adaptés à leurs besoins et profils de risque spécifiques.



Thierry Vallière

**Directeur de la plate-forme
de dette privée**
Amundi

Thierry Vallière a rejoint Amundi en 2015. Il était précédemment directeur financier adjoint du groupe Printemps. Il a débuté en 1998 chez Fiducial avant d'intégrer la banque d'affaires Rothschild en 2000 où il a travaillé en fusions et acquisitions, conseil en financement et restructuration en Europe jusqu'en 2010.

Thierry Vallière est titulaire d'un DESCF et d'un DESS de l'Université de Paris-Dauphine.

Sandrine Richard

**Responsable de l'activité
de dette privée en France**
Muzinich & Co

Sandrine a rejoint Muzinich & Co en mai 2014. Précédemment, elle a passé près de 10 ans chez Axa IM à Paris. En 2012, elle y cofonde l'activité de placements privés européens, dédiée aux entités du groupe Axa et est responsable des investissements. Auparavant, elle a travaillé en qualité d'analyste *sell-side* actions pendant 7 ans, dont 3 au sein d'Exane. Sandrine Richard est diplômée de l'ISG, de la Sfaf, et est titulaire de la certification CAIA.

Jean-Francis Dusch

**Directeur de la gestion
en dette d'infrastructure**
Edmond de Rothschild AM

Diplômé de l'ESCP et de l'Université de Droit de Paris II, Jean-Francis Dusch a débuté en 1992 à la direction ingénierie financière de la division construction de Bouygues, avant d'occuper différents postes chez UBS, Citigroup et WestLB. Il rejoint Edmond de Rothschild en 2004 au sein du département *project finance*, qu'il a codirigé avant de prendre la tête du département rebaptisé *infrastructure, real assets & structured finance*.

Antoine Maspétioi

**Directeur private debt
corporate**
Aviva Investors

Antoine a rejoint Aviva Investors en juin 2014, il est responsable en France de l'activité *private debt*. De juin 2011 à juin 2014, Antoine était directeur adjoint des investissements en dette privée et "*collateralisés*" à La Banque Postale. Auparavant, il a passé 9 ans chez RBS dans les métiers de financement des entreprises. Antoine est diplômé de l'IEP de Paris et titulaire d'un DESS Finance de l'Université de Paris-Dauphine.

L'AGEFI

**L'Agence économique et financière fondée en 1911,
Immeuble Le Malesherbes 102-116 rue Victor Hugo
CS 20106 - 92686 Levallois-Perret Cedex
Tel. : 01 41 27 47 00 - Site Internet : www.agefi.fr**

Directeur général, directeur de la publication, directeur éditorial : Philippe Mudry (4758)
Directeur général délégué en charge de la gestion et du développement : François Robin (4768)
Directeur commercial : Laurent Luiset (4748), Directeur de la Publicité : Anne-Sophie Belin (4708)
Directeur de Clientèle : Angélique Bertaut (4710), Justine Drouard (4729)
Directeur de Clientèle Publicité financière : Adeline Tisseyre (4779)
Directeur (Publicité internationale) : David Causseu (06 07 40 54 53)
Assistante commerciale : Saliha Modugno (4757)

L'Agefi Hebdo est édité par : AGEFI SA au capital de 7.029.000 euros - Siège social : Immeuble Le Malesherbes 102-116 rue Victor Hugo CS 20106 - 92686 Levallois-Perret Cedex
RCS : Paris B 334 768 652 - N° Siret : 33476865200052 - N° TVA intracommunautaire : FR 75 334 768 652,
Principal actionnaire : FININTEL
Impression : Imprimerie de Compiègne - 2, avenue Berthelot - ZAC des mercières - BP 60524 - 60205 Compiègne
Cedex - N° CPPAP : 0215 T 87083 - N° ISSN : 1777-165X

Nos prochaines thématiques

L'AGEFIHEBDO

Low volatility
Marchés émergents
Fixed income
Gestion quantitative

actifs

Capital-investissement
dans l'assurance-vie
Assurance-vie-Eurocroissance
Prévoyance et retraite
Produits structurés