



## RAPPORT D'ACTIVITE 2017

Société par actions simplifiée au capital de 3.444.500,00 € | 4, rue Berryer Paris 8<sup>ème</sup>  
T : +331 5393 3830 | F : +331 5353 9991 | [contact@financieredelacite.eu](mailto:contact@financieredelacite.eu) | [financieredelacite.eu](http://financieredelacite.eu)  
RCS Paris : 484 780 143 | SIRET : 484 780 143 00026 | Code APE : 6430 Z | TVA : FR 4148478014300026

## INFORMATIONS SUR LA SOCIETE

---

<b>Président :</b>	E. Sales
<b>Directeur général délégué :</b>	F. Languillat
<b>Gérants de portefeuille :</b>	N. Bensaci T. Berteaux A. Charveriat B. Demontrond A. Gallais F. Languillat A. Lautrette G. Lefebvre
<b>Relations investisseurs :</b>	M. Lanoë-Diépois F. de Lestrangé P. Peretmère F. Szerman
<b>Marketing :</b>	P. Peretmère
<b>Contrôle des risques :</b>	N. Mortier
<b>Systemes d'information, IT :</b>	D. Simon
<b>Administration :</b>	E. Ladrière
<b>RCCI :</b>	S. Liwer
<b>Siège social :</b>	4, rue Berryer 75008 Paris
<b>Auditeur :</b>	PricewaterhouseCoopers Audit 63 rue de Villiers 92 208 Neuilly-sur-Seine cedex.



## SOMMAIRE

---

	Page
Introduction.....	5
Profil de l'entreprise.....	6
Situation et activité de la société au cours de l'exercice.....	8
Evolution prévisible et perspectives d'avenir.....	12
Risques.....	14
Mise à disposition des informations pour l'audit des comptes.....	15
Activités de recherche et de mécénat.....	16

Madame, Monsieur,

L'année 2017 aura été marquée par l'instauration d'un nouveau climat de confiance : les craintes de rechute de l'économie ont reculé, laissant place au thème de la « reflation ». La poursuite de la croissance aux Etats-Unis, l'atténuation des tensions intra-européennes, la poursuite de l'expansion en Chine, ont permis aux banques centrales de préparer sans dommage les marchés à une normalisation progressive de leur politique monétaire. Ailleurs, toutes les zones économiques du monde sont en croissance ; la reprise est plus faible que lors des phases précédentes, mais elle semble aussi plus solide et plus pérenne. Dans ce contexte, les marchés de titres ont enregistré une nouvelle progression

Cependant, la crise financière a laissé des traces : l'endettement a augmenté, la Zone euro n'a pas surmonté ses vices de construction, le monde est plus que jamais dépendant du dollar. Mais le retour de la confiance et la poussée de l'inflation tendent à résorber ces difficultés. Dans cette phase de transition, une attention particulière devra être prêtée au déroulement du cycle financier. Huit années d'assouplissement monétaire ont créé de mauvaises habitudes et créé des poches de surévaluation dans certains secteurs. La diversification des classes d'actifs et des zones géographiques, la protection contre les effets d'une hausse trop rapide des taux d'intérêt et de l'inflation, demeurent donc le fil conducteur de notre politique de placement.

En vous remerciant de votre confiance,

Très cordialement

Paris, le 28 / 02 / 2018

Emmanuel Sales

Président



## **Profil de la société**

---

La Financière de la Cité propose un service global de gestion d'actifs pour compte de tiers. La société développe en priorité des relations d'affaires en direct avec de grands investisseurs institutionnels et privés français : mutuelles d'assurance, caisses de retraite, organismes collecteurs, holdings familiales, entreprises. Elle propose en outre une gamme de fonds ouverts au public qui peuvent être souscrits à partir de tout intermédiaire financier.

### **Une gestion par objectifs**

En toute rigueur, les règles de gestion d'un patrimoine financier doivent être définies en fonction d'impératifs de rendement, de liquidité, de sensibilité à différents facteurs de risque, qui constituent dans leur ensemble des contraintes de passif. Dans le cas d'une relation bilatérale avec un investisseur, la Financière de la Cité s'attache à comprendre et à formaliser ces contraintes d'ordre comptable, prudentiel, financier, puis à projeter une stratégie d'investissement appropriée, en définissant les actifs éligibles, les techniques d'intervention autorisées, les limites d'exposition par classe de risque. Pour les fonds d'investissement ouverts, ces contraintes sont définies pour l'ensemble des porteurs de parts dans les prospectus des organismes de placement, qui forment un contrat d'adhésion.

Une fois définis les objectifs et contraintes d'investissement, les gérants cherchent à identifier sur chaque classe d'actifs des écarts de prix en misant sur des effets de convergence à différents horizons de temps. L'approche de gestion allie le raisonnement déductif et l'analyse, la logique et l'intuition, en privilégiant la préservation du capital en période de baisse, plutôt que la recherche de surperformance dans les périodes de marchés haussiers.

### **Des pôles d'investissement autonomes intégrés dans une plateforme commune**

La société est organisée en différents pôles de gestion autonomes spécialisés par classe d'actifs ou par expertise d'investissement : obligations convertibles et gestion diversifiée ; obligations court terme ; obligations souveraines ; actions internationales ; obligations hybrides ; or. Au sein des pôles de gestion, chaque gérant de portefeuille définit et met en œuvre la politique de placement, dans le cadre des orientations contractuelles des fonds d'investissement et des mandats de gestion. Les gérants appartenant à des pôles de gestion distincts peuvent donc avoir des positions et des avis différents sur la situation économique et financière. Le Directeur des gestions veille à la cohérence des stratégies d'investissement menées au sein de chaque pôle et à la bonne compréhension des risques encourus au sein des portefeuilles.

### **Deux canaux de distribution privilégiés**

L'activité commerciale s'articule autour de deux segments : la clientèle des grands investisseurs développée en direct (institutions, holdings, entreprises) d'une part, les réseaux de collecte d'épargne (banques privées, sociétés de gestion de portefeuille spécialisées dans la clientèle privée, conseillers en investissements financiers), d'autre part.

Pour répondre aux contraintes et aux besoins des institutions, la société a mis en place un pôle de services dédiés, leur permettant de piloter leur politique de placement sous contrainte prudentielle (Solvabilité 2), de transcrire leurs avoirs et de contrôler l'évaluation de leurs actifs complexes (valorisation de produits complexes et structurés).

### **Des intérêts alignés avec ceux des investisseurs**

Depuis sa création en 2005, la société privilégie l'alignement des intérêts des clients investisseurs et de l'ensemble des parties prenantes au sein de l'entreprise, salariés et actionnaires. La Financière de la Cité

perçoit exclusivement des frais de gestion, à l'exclusion de toute autre source de rémunération. Les frais de gestion fixes visent essentiellement à assurer la continuité du service de gestion. L'apport principal au résultat de la société provient donc de frais de gestion variables, calculés sur la base d'indices objectifs, clairs et cohérents. Le résultat de la société peut ainsi enregistrer d'une année à l'autre des fluctuations d'une certaine ampleur. La diversité des stratégies de gestion permet toutefois d'amortir en partie la volatilité des résultats.

La politique de rémunération variable vise à faire participer les collaborateurs aux fruits de leur activité sur le long terme et en veillant à l'équilibre entre la rémunération fixe et la rémunération variable. Elle prend en considération l'ensemble des risques auxquels l'entreprise est exposée et peut faire l'objet de versements différés et fractionnés ainsi que de reprises, dans les conditions prévues par la réglementation.

### **L'appui d'un acteur de l'assurance de premier plan**

La Financière de la Cité bénéficie du soutien actif de Monceau Assurances, groupe de mutuelles associées spécialisées dans l'assurance-vie, les risques IARD et la réassurance, qui détient près de 35% du capital de la société. Au contact de Monceau Assurances, qui l'a associée à ses réflexions et à ses décisions d'investissement, la Financière de la Cité a acquis une compréhension intime des problématiques comptables, réglementaires et financières liées à la gestion de provisions techniques d'assurance.

## Situation et activité de la société au cours de l'exercice

---

### Evolution de l'activité

La Société a poursuivi son développement en 2017. L'ensemble des pôles d'investissement a apporté une contribution positive aux résultats. Du fait de la hausse généralisée des encours en valeur de marché et de bons résultats en termes de collecte de capitaux, les actifs gérés se sont inscrits en nette augmentation. Dans ces conditions, le chiffre d'affaires net de l'entreprise s'affiche en progression, alors que les charges de structure demeurent contenues. La contribution de chaque pôle à l'activité est exposée ci-après.

#### *Forte contribution de la gestion diversifiée et convertibles*

La stratégie mise en place au sein des portefeuilles diversifiés a porté ses fruits en 2017. Le fonds de référence de la Maison, *Amarance*, a affiché une progression de +4,35% pour l'ensemble de l'année contre +3,53% pour l'indice des obligations convertibles européennes. Cette bonne performance s'explique par une sélection de titres rigoureuse, une gestion prudente de l'exposition au risque actions et une contribution positive de la stratégie de couverture des taux d'intérêt. Depuis sa création, il y a plus de dix ans, *Amarance* se classe parmi les tout premiers fonds de sa catégorie en termes d'équilibre rendement – risque, avec une chronique de rendements affichant une grande régularité dans le temps.

Les autres portefeuilles diversifiés ont enregistré des résultats similaires, différenciés en fonction des paramètres de gestion des fonds. Le pôle de gestion diversifiée et d'obligations convertibles demeure ainsi le principal contributeur au chiffre d'affaires de l'entreprise.

#### *La gestion actions internationale primée*

Sur les marchés d'actions, le rebond qui avait été observé au lendemain de l'élection présidentielle américaine de novembre 2016 s'est poursuivi. En donnant toutes les assurances sur le rythme et l'ampleur du resserrement monétaire, les banques centrales ont entretenu le climat de confiance et d'appétit pour le risque.

Pour les fonds globaux, nos choix se sont inscrits dans une logique de poursuite de l'expansion et de resserrement progressif des conditions financières. Dans un contexte où la hausse des taux d'intérêt risque de peser sur les multiples de valorisation, nous avons privilégié les secteurs classiques de l'économie américaine (industrie, matières premières, banques de détail) au détriment des grandes valeurs de l'économie numérique (« GAFA »), qui ne sont pas présentes dans le portefeuille. Le fonds « phare » en actions internationales (FDC Transatlantique) a confirmé son avance sur son indice de référence, avec une performance de 10,4% au cours de l'exercice. En début d'exercice 2018, le gérant du fonds était noté AAA par l'organisme d'évaluation Ciywire pour l'ensemble de sa gestion.

Les résultats de la gestion en actions européennes traduisent en grande partie l'amélioration du climat de confiance consécutif aux résultats de l'élection présidentielle française, qui a levé les incertitudes en Zone euro. Malgré la sortie progressive des opérations d'assouplissement quantitatif et la hausse de l'euro, les actions des sociétés de la Zone euro se sont inscrites en progression. Comme en 2016 avec l'élection du nouveau président américain, les marchés de titres semblent plus sensibles aux événements politiques qu'aux décisions de politique monétaire. Le volontarisme économique des autorités françaises, l'essoufflement de la chancelière allemande, ont mis au second plan les déséquilibres économiques et financiers en Zone euro. Dans ce contexte, le marché britannique, qui avait bénéficié de l'annonce du Brexit, a été délaissé par les investisseurs.

Nos résultats sont le reflet de ces évolutions : la gestion en actions Zone euro (FDC Centre Europe) a enregistré une forte hausse (+12,3% contre 9,1% pour l'indice de référence). Le fonds continue d'afficher



de façon régulière des performances nettement supérieures à celle de son indice de référence, avec une volatilité comparable. Le premier exercice plein de FDC Brexit, investi en actions de pays non membres de la Zone euro et, en premier lieu, en actions britanniques, s'est avéré plus contrasté. Le fonds s'affiche néanmoins en progression et notre avis demeure positif à long terme sur les valeurs industrielles anglaises. La Grande-Bretagne traverse une période délicate pour concilier les intérêts de la City et les aspirations des classes traditionnelles qui ont voté en faveur du Brexit. Nous considérons qu'à long terme, les traditions démocratiques du Royaume-Uni et la cohérence des choix de politique économique et monétaire prévaleront.

Les fonds spécialisés dans les sociétés pétrolières et minières, les actifs réels (sociétés foncières) ont réalisé un parcours favorable. Après un cycle de contraction, nourri par les anticipations déflationnistes et les craintes sur la croissance de la Chine, les prix se sont retournés, tirés par des anticipations d'inflation et de hausse des taux d'intérêt. La stratégie de volume de l'OPEP se heurte aux équilibres budgétaires des principaux pays membres. Dans un contexte de reprise synchronisée de l'économie mondiale, le prix du pétrole a donc enregistré une forte progression. Dans une période de croissance ferme et de retournement du cycle financier, les valeurs minières et pétrolières demeurent une classe d'actifs à part entière, au cœur des anticipations d'inflation et de hausse des taux d'intérêt.

#### *Obligations souveraines et crédit « investment grade » : forte progression des encours*

Le pôle de gestion obligataire a enregistré une forte progression des encours gérés en 2017, avec la conclusion d'un mandat de gestion portant sur un portefeuille d'obligations *investment grade* de sociétés américaines et, dans une moindre mesure, canadiennes, britanniques et australiennes. La mise en place de ce mandat a nécessité un investissement important en termes d'outils de reporting et de suivi, développés en interne.

L'exercice écoulé s'est avéré positif pour les fonds « longs », qui ont su se positionner favorablement face à l'évolution des taux d'intérêt. En revanche, les stratégies obligataires fondées sur la reprise de l'inflation et la hausse des taux d'intérêt ont été pénalisées par la rechute des taux d'intérêt en Zone euro et la forte appréciation de la monnaie unique. La crise financière a mis au jour des différences de culture monétaire entre la Zone euro et les Etats-Unis, qui pèsent sur les anticipations de taux et d'inflation, et freinent les ajustements naturels. Cependant, nous continuons de penser que la hausse des taux d'intérêt américains devrait se poursuivre et compliquer les conditions de financement des Etats de la Zone euro les plus sensibles à une hausse des taux réels, comme l'Italie.

#### *L'investissement en obligations hybrides porte ses fruits*

Les conditions financières sont demeurées favorables aux titres hybrides, qui ont confirmé leur vertu de diversification dans un contexte de remontée graduelle des taux d'intérêt. L'expérience acquise sur ce segment et la qualité des outils développés permet à la Financière de la Cité de s'affirmer comme un acteur reconnu du marché, avec une approche prudente, reposant sur la diversification des émetteurs (banques, entreprises non financières, assureurs) et la couverture des risques globaux.

#### *Obligations court terme : forte baisse de la volatilité et diversification des sources de rendement*

Dans un contexte de rendements à court terme historiquement faibles, la recherche de sécurité est restée l'enjeu de notre gestion obligataire court terme. Au cours de l'exercice passé, l'accent a été mis sur la baisse de la volatilité des fonds, précédemment éprouvée par l'évolution de certains dossiers de crédit. La recherche d'occasions de rendement sur les marchés de la dette privée (obligations court terme, TCN), ainsi que la mise en œuvre de stratégies opportunistes sur les marchés de la dette souveraine, ont permis d'apporter une contribution positive au portefeuille. L'année 2018 devrait être consacrée à une relance

des stratégies de diversification sur certains fonds dédiés, à la faveur du retour de la volatilité sur les marchés d'actions et de la dette.

*Or physique.*

L'or est la seule monnaie « qui ne dépend d'aucun Etat » et que les hommes, à tort ou à raison, aiment à détenir pour elle-même, à titre de réserve de valeur (et pas seulement comme intermédiaire entre les échanges). Le métal jaune constitue ainsi l'une des rares variables d'ajustement pour les investisseurs à long terme. La Financière de la Cité gère le seul fonds de droit français (*Germinal*) donnant accès à un stock d'or physique.

En 2017, le fonds (réservé aux investisseurs professionnels) a enregistré une nette progression de ses avoirs avec l'entrée de nouveaux investisseurs. Dans les conditions actuelles, *Germinal* demeure le seul véhicule collectif qui confère un droit réel sur un stock d'or ségrégué dans les livres d'un dépositaire de premier rang. En alternative aux ETF / ETC, qui nous semblent plus adaptés à des prises de position tactique, le fonds est ainsi particulièrement destiné aux investisseurs à long terme, dans une logique de diversification et d'optimisation de l'allocation d'actifs.

### **Développement**

La Société a enregistré en 2017 une forte progression des masses gérées, résultant aussi bien du renforcement de ses liens avec ses investisseurs historiques que du développement des relations avec le monde institutionnel. La conclusion de nouveaux mandats avec des organismes d'assurances reconnus a confirmé notre capacité à être un interlocuteur global sur les questions financières en intégrant les enjeux de la réglementation prudentielle. Parallèlement, les contacts initiés de longue date avec certains grands investisseurs privés (holdings patrimoniaux, fondations) ont donné lieu à des investissements dans les principaux fonds de la gamme.

L'année 2018 sera consacrée à la poursuite de ces efforts. A côté du marché institutionnel classique de la gestion déléguée, la Société entend également mettre l'accent sur le marché de la distribution externe, qui offre de nouvelles perspectives dans un contexte de renforcement du cadre réglementaire et d'évolution de la technologie. Cette approche s'est traduite dans un plan commercial ambitieux dont la mise en œuvre s'étalera tout au long de l'année 2018.

### **Actifs sous gestion : un mix produit équilibré, une diversification des facteurs de risque**

La collecte réalisée et la progression des marchés ont concouru à une amélioration du mix produit par rapport à l'exercice précédent : la part de la gestion convertibles et diversifiée a baissé (27% des encours gérés) au profit des actions (23%) et des obligations internationales (17%). La part des obligations Zone euro est stable (29%), tandis que l'or s'affiche en retrait (4% des actifs sous gestion). La Société se distingue donc par un mix produit équilibré et une sensibilité répartie sur différents facteurs de risque : actions, taux d'intérêt, change, pays.

### **Résultat.**

Les charges générales d'exploitation de l'exercice demeurent contenues. Les coûts de fabrication des OPCVM (frais de dépositaire et de comptabilité, CAC) sont dans la ligne de l'exercice précédent à 0,07% des actifs moyens ; le coefficient d'exploitation de l'entreprise est de 50%. Du fait de la montée en régime des fonds investis en actions, de la bonne tenue des portefeuilles de convertibles et de la progression de l'encours des fonds à forte valeur ajoutée, le taux de recettes net de l'entreprise est en progression par rapport à l'année dernière, à 0,42%.

**Evolution de l'actionnariat.**

Aucun mouvement n'a été réalisé sur l'actionnariat en 2017. La Société est détenue par Monceau Assurances (33%), une société holding financier (60%) et des salariés de l'entreprise (7%) réunis au sein d'une société d'associés.

## Evolution et perspectives d'avenir.

---

### Politique de placement.

L'arrivée à maturité du cycle financier aux Etats-Unis, dans un contexte où le rôle international du dollar s'est renforcé et où l'endettement a augmenté, fait naître de nombreux risques. La normalisation des conditions financières s'avère délicate pour les économies encore frappées par la crise, où les banques sont encore en situation difficile, et pour les pays qui sont fortement dépendants des flux de capitaux en devises. La Zone euro, qui n'a pas encore surmonté ses déséquilibres institutionnels, n'est pas à l'abri de nouvelles difficultés. La BCE fait tenir le système en réprimant de façon artificielle les taux d'intérêt, mais, sur le fond, les politiques économiques et budgétaires continuent de diverger entre les principaux Etats et la conception de la « souveraineté européenne » demeure très différente des deux côtés du Rhin. La remontée des taux américains ou du dollar pourrait constituer le fait générateur des tensions à venir.

Sur le marché des actions, le risque de retournement concerne principalement les valeurs les plus exposées au cycle et, en particulier, les grandes sociétés américaines du secteur de la technologie (communément appelées « GAFÀ », par l'acronyme de leurs initiales). En revanche, la surévaluation est moins manifeste dans les secteurs industriels classiques. La situation actuelle est ainsi assez comparable aux années qui avaient précédé l'éclatement de la bulle internet (1999, 2000), plutôt qu'à 2008 : l'économie se porte mieux, les agents privés ont réduit leur endettement ; en revanche certains secteurs de la cote sont en situation de surévaluation manifeste et donc exposés à un durcissement des conditions financières.

Dans cette logique, nous maintenons un avis favorable sur l'investissement en actions dans une période de long terme, en privilégiant des sociétés faiblement endettées, qui versent un dividende régulier et en croissance. Les sociétés spécialisées sur le secteur des matières premières constituent également un thème d'investissement privilégié. En Europe, nous accordons une attention particulière aux valeurs industrielles anglaises, qui sont délaissées par les opérateurs et qui bénéficient de la baisse de la livre.

Sur les marchés de la dette, les choix incitent à des stratégies de diversifications plus spécialisées. Notre scénario central est celui d'une lente remontée des taux d'intérêt à long terme et d'une diffusion progressive de l'inflation. Dans ces conditions, nous déconseillons les obligations nominales à taux fixe, qui n'offrent plus un rendement suffisant pour compenser les risques de marché ou de crédit. Nous leur préférons les obligations indexées sur l'inflation, gérées de façon directionnelle ou en arbitrage de point-mort, de façon à neutraliser le risque de taux d'intérêt. Au sein de la Zone euro, nous privilégions les obligations françaises, dans une logique de cohérence avec les engagements de nos clients. Les grands marchés de la dette hors Zone euro (Etats-Unis, Grande-Bretagne, Canada, Australie), où les politiques monétaires sont visibles et cohérentes avec les stratégies économiques, nous apparaissent riches d'opportunités en termes de rendement et de diversification, à condition de privilégier des durations courtes.

Enfin, dans un climat où l'ensemble des classes d'actifs est porté par des conditions financières exceptionnelles (« *the everything bubble* »), comment ne pas accorder une place à l'or dans les allocations ? Faiblement corrélé aux actifs financiers classiques, l'or demeure la seule monnaie qui ne dépend d'aucun Etat, désirée pour elle-même comme réserve de valeur.

Si les choses se passent bien, nous pourrions donc en 2018 assister à une sortie de la crise financière « par le haut », les banques commerciales prenant le relai des banques centrales, injectant cette fois-ci de la monnaie dans les veines de l'économie réelle, le retour de l'inflation assurant un rééquilibrage

des écarts de richesse nominaux. Mais, dans un monde globalisé, où les forces déflationnistes continuent de faire sentir leurs effets (la Chine, Amazon, l'idéologie des banquiers centraux), les ajustements seront beaucoup plus progressifs que dans le monde d'hier, où il était possible de mener des politiques unilatérales de relance. Si la reprise économique était compromise (et les risques ne manquent pas, comme on l'a mentionné), les populations placeront leurs espoirs dans des politiques d'inspiration beaucoup plus jacobine. Pour l'investisseur européen, la diversification demeure donc essentielle.

### **Développement.**

Le marché de référence de l'entreprise, la gestion institutionnelle déléguée, demeure un secteur difficile. Les actifs sous gestion sont en attrition du fait des contraintes financières qui pèsent sur les principaux acteurs ; l'avènement de Solvabilité 2 s'est accompagné d'une contraction des actifs de long terme au profit des obligations d'Etat ; le poids des fonctions de contrôle a mis au second plan les considérations financières, au profit d'une approche purement technique des décisions d'investissement ; pour des raisons évidentes, enfin, les responsables des placements au sein des institutions travaillent plus facilement avec des sociétés qui leur sont culturellement proches ou les grands acteurs filiales de banques. Malgré ces vents contraires, l'entreprise est parvenue à devenir un acteur de référence sur le marché de la gestion institutionnelle, reconnu pour ses performances, sa réactivité, sa capacité d'innovation et la qualité de son *reporting* financier et prudentiel. Ce développement devra être poursuivi en élargissant notre base de clientèle et en renforçant nos liens avec nos grands clients existants.

Toutefois, la situation du marché de la gestion institutionnelle déléguée oblige à rechercher d'autres chemins de croissance. Dans cette optique, la Société envisage de nouer des partenariats de distribution avec des acteurs de référence (réseaux, sociétés de gestion spécialisées dans la clientèle privée, conseillers en investissements financiers), lui permettant d'accroître la taille de ses fonds tout en diversifiant ses sources de revenus. Pour ce faire, la Société consacrera les premiers mois de 2018 à l'élaboration d'une stratégie commerciale et marketing adaptée en ce domaine.

## **Risques.**

---

De par son activité, la société est soumise à un ensemble de risques, financiers, opérationnels et de conformité. Les principaux risques auxquels la société est exposée sont les suivants.

### **Risque de marché.**

Les revenus de la Financière de la Cité étant exclusivement fondés sur l'évaluation des actifs en valeur de marché, la société est exposée au risque de marché. Par définition, la valeur n'est pas une propriété intrinsèque des choses. Elle s'établit en raison directe de la proportion des quantités offertes et demandées, les monnaies ne formant elles-mêmes qu'une somme de valeurs qui est dans une certaine proportion avec des biens à échanger. La baisse de valeur vénale ou échangeable des portefeuilles, exprimée dans la devise de comptabilité de la société, constitue donc un risque pour la société.

La société ne couvre pas directement ce risque à son propre niveau. La diversification de nos pôles de gestion ; notre mode de rémunération, qui privilégie l'obtention de frais de gestion variables au-delà de la performance des indices ; le maintien d'une base de coûts fixes faibles, constituent la meilleure protection contre l'évolution négative des marchés.

### **Risque de liquidité.**

La société opère sur des marchés réglementés, en fonctionnement régulier, qui sont parmi les plus liquides au monde. Dans des conditions normales, il est peu probable que ces marchés connaissent une situation où les échanges pourraient ne pas s'effectuer. Cela dit, sur aucun marché il n'existe une garantie absolue qu'un vendeur ait accès en permanence à un acheteur. La société se protège contre ce risque en privilégiant des marchés profonds, dotés de chambres de compensation, et des classes d'actifs présentant un degré élevé de liquidité. Le risque de liquidité fait d'autre part l'objet d'un suivi régulier par le service de contrôle des risques à partir de données historiques.

### **Risques opérationnels.**

Comme toute entreprise, la société est exposée à une multitude de risques opérationnels touchant notamment l'émission des ordres, les procédures de règlement-livraison, l'enregistrement des souscriptions et des rachats, etc. La société se protège contre ces risques en confiant les opérations de middle-office et la centralisation des ordres à BNP Paribas Securities Services. D'autre part, la société veille à disposer d'un niveau élevé de fonds propres pour faire face à tout événement imprévu.

### **Risque de contrepartie.**

La société intervient en règle générale sur des marchés compensés opérant en règlement contre livraison, sur lesquels l'existence d'une chambre de compensation annule le risque de contrepartie. Le seul actif qui n'entre pas dans ce cadre est l'or. Lorsque nous passons un ordre à l'achat d'une certaine quantité d'onces d'or, il existe un risque que notre contrepartie encaisse le paiement sans inscrire à notre crédit les onces correspondantes ou que les onces inscrites à notre compte ne soient pas converties en barres ou en lingots dans le lieu de conservation de l'or que nous avons choisi. La société se protège contre ce risque en choisissant des contreparties de toute première qualité de signature, rigoureusement sélectionnées.

### **Risque d'impasse de trésorerie.**

La société n'a pas de risque de trésorerie. Dans les conditions actuelles, les fonds propres sont nettement supérieurs aux exigences réglementaires et permettent de faire face à toute éventualité. Les fonds propres sont investis en actifs liquides de première qualité de crédit pour la part admise en

représentation des fonds propres réglementaires. Les fonds propres excédant les limites réglementaires sont placés dans des actifs diversifiés ayant un profil prudent et, pour une part limitée, en or physique. La société a ainsi la capacité de répondre à tout besoin de trésorerie à court et moyen terme.

**Autres risques.**

Nous considérons que l'incertitude est la condition même de la vie humaine et du développement des affaires. Il y a des risques non quantifiables dans tous les modèles, comme le risque de réputation ou les cas de force majeure. Notre approche consiste à appréhender les classes de risques en questionnant en permanence la pertinence des outils et des méthodes utilisés, sans prétendre à l'exhaustivité.

**Mise à disposition des informations pour l'audit des comptes.**

---

En application des normes d'exercice professionnel dans le cadre des contrôles relatifs à l'audit des comptes annuels, la direction de la société a confirmé à la société PricewaterhouseCoopers Audit, en toute bonne foi et au mieux de sa connaissance, toutes les informations et affirmations qui lui ont été fournies dans le cadre de sa mission.

## Activité de recherche et de mécénat.

---

### Participation aux travaux de la Chaire PARI

Les travaux de la chaire PARI se sont traduits par de nombreux papiers de recherche, participations à des séminaires, etc. qui ont, nous l'espérons, contribué à faire évoluer le regard sur la réglementation Solvabilité 2.

L'application de méthodes issues de la finance de marché au secteur de l'assurance comporte de nombreuses incertitudes, qui ne semblent pas avoir été suffisamment pensées par les régulateurs et les grands cabinets de conseil qui les inspirent. La montée en puissance des professions techniques au sein des institutions (actuaire, contrôleurs divers) s'accompagne en outre d'un déclin de la décision politique, qui apparaît entourée de toutes les suspensions. Comme le remarquait le dirigeant d'un grand groupe d'assurance, la mise en œuvre de Solvabilité 2 a ainsi créé du risque systémique là où il n'existait pas.

Dans ce contexte, les travaux de la Chaire, à laquelle notre maison participait pour la dernière année, se sont orientés vers la formulation de propositions concrètes d'amélioration de la réglementation, visant d'une part à assurer une meilleure lisibilité du bilan des entreprises-vie par la suppression des calculs stochastiques, et, d'autre part, à favoriser une plus grande diversité des choix en uniformisant les stress actions, immobilier et crédit au sein des portefeuilles.

Paris, le 28 / 02 / 2018

Emmanuel Sales

Président

