

# Perspectives de Marché

## Les fonds monétaires s'affranchissent des agences de notation.

**À la faveur d'un récent changement réglementaire et grâce à une équipe de Recherche Crédit étoffée, les fonds monétaires de Natixis Asset Management ont l'opportunité d'optimiser leur diversification.**

Le G20 s'emploie depuis cinq ans à réduire la dépendance du système financier aux notations des Agences (notamment Moody's, Standard & Poor's et Fitch), accusées d'avoir sous-estimé les risques des titrisations de prêts immobiliers «subprimes» aux Etats-Unis. Ses directives en la matière se traduisent peu à peu dans la réglementation (voir la chronologie en illustration). Tous les acteurs de la finance, y compris les sociétés de gestion, doivent donc peu à peu apprendre à se départir des notations des Agences, véritable lingua franca de l'analyse crédit, et se doter d'importantes capacités d'analyse interne. Natixis AM, déjà pourvue de l'une des équipes de recherche crédit les plus importantes de la Place de Paris avec une vingtaine d'analystes (dont cinq analystes aux Etats-Unis<sup>1</sup> et une en Asie<sup>2</sup>), y voit une occasion de diversifier ses investissements et un avantage

concurrentiel par rapport aux autres sociétés de gestion.

### Une exigence de "haute qualité de crédit" requise pour les investissements des OPCVM monétaires

Depuis le début de l'année, les fonds monétaires doivent s'assurer que les titres dans lesquels ils investissent sont de «haute qualité», pour se conformer à l'article 30-7 de l'instruction AMF 2011-19 sur les OPCVM prenant en compte les positions de la Directive et du Règlement dits "CRA" sur les agences de notation. Cette exigence requiert la prise en compte, lors de l'analyse, de plusieurs facteurs tels que la qualité de crédit des titres, la nature de leur classe d'actifs, leur profil de liquidité, etc. Chez Natixis AM, le processus d'analyse et de notation interne s'appuie principalement sur une approche combinant l'analyse des états financiers des émetteurs et une approche qualitative (rencontres avec les dirigeants, etc.). Sont également pris en compte d'autres éléments comme certains indicateurs de marché, les analyses "sell-side" ou encore les analyses des agences. Les fonds



**Alain Richier**  
 Responsable de la  
 Gestion Monétaire,  
 Natixis Asset  
 Management



**Sanda Molotcov, CFA,**  
 Responsable de  
 l'analyse crédit,  
 Natixis Asset  
 Management

peuvent en effet se référer, «*le cas échéant et de manière non exclusive*», à des notations externes, «*en veillant toutefois à éviter toute dépendance mécanique vis-à-vis de celles-ci*», selon l'AMF.

L'échelle de notation long terme de Natixis AM (à horizon de trois ans) se compose de plusieurs échelons: "investment grade" (IG1, IG2, IG3, IG4, IG5), "high yield" (HY1, HY2, HY3, HY4), "non-rated" (NR) en cas de manque de visibilité, "default" (D) en cas de défaut imminent, "workout"

1. Source: Natixis Asset Management. Données au 21.05.2015. Employés externes basés aux Etats-Unis sous contrat exclusif avec Natixis Asset Management.

2. Source Natixis Asset Management. Données au 21.05.2015. Employés de Natixis Asset Management Asia Ltd.

(WO) en cas de restructuration et "avoid" (A) s'il y a un risque de perte en capital ou de fraude. Suite à l'instruction de l'AMF, cette échelle de notation long terme a été enrichie de notations à court terme (à horizon d'un an). Les notations à court terme sont liées à la situation de liquidité des émetteurs, c'est-à-dire à leurs liquidités et leur capacité à en générer, à leurs lignes de crédit, etc. Les scores court terme ST1, ST2 et ST3 indiquent un risque négligeable de défaut à un horizon un an. Le score court terme ST4 indique également un risque de défaut relativement mineur à horizon un an, mais la recherche crédit de Natixis AM estime que dans certaines conditions difficiles de marché, la société devrait faire des efforts supplémentaires pour éviter le défaut. Ces efforts de type "vente d'actifs" pourraient avoir un impact négatif sur son profil de risque à long terme. Il est à noter qu'il existe une correspondance entre les notations internes à long terme et celles à court terme.

Contrairement aux Agences de notation, l'analyse crédit de Natixis AM est constante et proactive. Dès qu'une nouvelle information sur un émetteur est connue, l'impact qu'elle peut avoir sur son profil de risque est réexaminé. Ainsi, comme c'est parfois le cas chez les agences, les analystes de Natixis AM n'attendent pas que tel ou tel événement se matérialise pour changer leurs vues. Aussi, «lorsqu'une Agence dégrade un émetteur, nous l'avons, la plupart du temps déjà anticipé» déclare Sanda Molotcov, responsable de

l'Analyse Crédit de Natixis AM. D'autre part, «notre analyse porte sur l'entité légale qui émet les titres, et non sur le groupe qui la contrôle, et nous ne prenons en compte aucun soutien gouvernemental dans une notation, à moins qu'il existe une garantie explicite».

### Une diversification accrue sur les émetteurs

Les fonds monétaires de Natixis AM (plus de 26 milliards d'euros d'actifs sous gestion<sup>3</sup>) n'investissent donc plus que dans des titres de "haute qualité" bénéficiant des meilleures notations ST1, ST2 et ST3 selon la grille de notation interne court terme de Natixis AM. Auparavant, la réglementation interdisait d'acheter des titres ayant une notation inférieure à A2, P2 ou F2. Toutefois, à titre prudentiel, la Gestion Monétaire de Natixis AM écarte toujours les titres notés "high yield" par l'une des grandes Agences, même si l'analyse interne estime qu'ils sont de haute qualité. Il s'agit d'un principe de prudence. En effet, la recherche crédit de Natixis AM n'est pas à l'abri d'une erreur, et les investisseurs n'accepteraient pas que les fonds monétaires de Natixis AM investissent dans du "high yield". En pratique, l'univers d'investissement monétaire de Natixis AM a pu s'élargir à certains grands émetteurs "corporates" notés A3, P3 ou F3 que la recherche crédit de Natixis AM estime être de haute qualité et sur lesquels il n'était pas possible d'investir avant le changement de réglementation, outre certains

émetteurs non notés dans lesquels Natixis AM investissait déjà.

Il en découle une plus grande diversification des portefeuilles. Ainsi, «la part des entreprises dans nos portefeuilles a augmenté, celle des banques a diminué (passant de 80 % à 70 % environ)», selon Alain Richier, Responsable de la Gestion Monétaire de Natixis AM. «Or il est vrai que depuis la crise des «subprimes», on a pu constater que les spreads de crédit des grandes entreprises internationales, qui profitent de cycles différents à travers les zones où elles sont implantées, ont été relativement préservées en comparaison de ceux des banques et de certains Etats. Cela dit, si les fonds monétaires doivent investir dans des titres de haute qualité, la réglementation ne les empêche pas d'être encore plus prudents. C'est pourquoi nous avons un fonds qui n'investit que dans des titres notés A1, P1 ou F1 afin de répondre à la demande d'investisseurs extrêmement exigeants».

De plus, au sein de Natixis AM, la Direction des Risques (23 collaborateurs, dont six dédiés au risque de crédit<sup>4</sup>) effectue en outre une contre-analyse systématique de l'analyse de chaque émetteur réalisée par la Recherche Crédit et peut décider d'exclure à tout moment un titre de l'univers d'investissement monétaire. Enfin, un Comité des Risques se réunit une fois par mois afin d'examiner l'inclusion de nouveaux émetteurs.

3. Source : Natixis Asset Management, au 31/12/2014.

4. Source : Natixis AM, au 21/05/2015.



## Frise chronologique

### 27 juin 2010

Le G20 s'engage à «réduire la dépendance aux notations de crédit externes en matière de règles et de réglementations».

### 27 octobre 2010

Le FSB (Financial Stability Board) adopte des principes visant à mettre fin à la dépendance mécanique des acteurs du marché (dont les gérants d'actifs) à l'égard des notations des agences, et à promouvoir des pratiques d'analyse du risque de crédit internes plus solides.

### 5 novembre 2012

Le FSB définit une feuille de route afin d'aboutir fin 2015.

### 21 mai 2013

L'Union européenne adopte une directive et un règlement (CRA III) afin de supprimer toutes les références aux notations externes dans la réglementation, et d'imposer aux sociétés de gestion (entre autres) de ne pas y recourir «*exclusivement ou mécaniquement*».

### 25 juillet 2013

En France, une ordonnance modifie le code monétaire et financier en ce sens.

### 11 février 2014

Un arrêté modifie le règlement général de l'Autorité des marchés financiers (AMF) en ce sens.

### 22 août 2014

L'ESMA (European Securities and Markets Authority) modifie les orientations du CESR (Committee of European Securities Regulators) du 19 mai 2010 (entrées en vigueur le 1<sup>er</sup> juillet 2011) sur les fonds monétaires. Ces derniers doivent s'assurer que les instruments dans lesquels ils investissent soient de "haute qualité" selon leur propre analyse de leur risque de crédit.

### 8 janvier 2015

L'AMF modifie son instruction du 21 décembre 2011 en conséquence. En plus de leur propre analyse (qualité de crédit de l'instrument, nature de la classe d'actifs, profil de liquidité, etc.), les fonds monétaires peuvent aussi se

référer, «*le cas échéant et de manière non exclusive*», à des notations externes, «*en veillant toutefois à éviter toute dépendance mécanique vis-à-vis de celles-ci*».

### À venir

IOSCO (International Organization of Securities Commissions) doit publier en juin 2015 des bonnes pratiques sur la réduction de la dépendance aux agences de notation dans la gestion d'actifs (suite à la consultation de juin 2014).

L'Union européenne discute d'un projet de règlement sur les fonds monétaires (la Commission a publié sa proposition le 4 septembre 2013 et le Parlement a adopté sa position le 29 avril 2015). Celui-ci impose aux fonds monétaires de se doter d'un système de notation interne pour évaluer la qualité de crédit des instruments dans lesquels ils souhaitent investir.

Rédigé le 21 mai 2015

### MENTIONS LÉGALES

Le présent document et ses contenus constituent une présentation conçue et réalisée par Natixis Asset Management à partir de sources qu'elle estime fiables et sont fournis uniquement à des fins d'information aux clients professionnels au sens de la MIF. Les analyses et opinions mentionnées dans ce document représentent la vision de l'auteur mentionné, au 21 mai 2015 et peuvent être soumis à changements. Ce document ne peut être utilisé dans un but autre que celui pour lequel il a été conçu et ne peut pas être reproduit, diffusé ou communiqué à des tiers en tout ou partie. Bien que Natixis Global Asset Management et Natixis Asset Management considèrent les informations fournies dans le présent document comme fiables, elles ne garantissent pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

Lorsque la réglementation locale l'exige, ce document est fourni uniquement sur demande écrite. **Aux pays francophones de l'UE**, le présent document est fourni aux Clients Professionnels par NGAM S.A. ou sa succursale sous-mentionnée. NGAM S.A. est une société de gestion luxembourgeoise qui est autorisée par la Commission de Surveillance du Secteur Financier, constituée conformément à la loi luxembourgeoise et immatriculée sous le numéro B 115843. Siège social de NGAM S.A. : 2, rue Jean Monnet, L-2180 Luxembourg, Grand-Duché de Luxembourg. France : NGAM Distribution (n.509 471 173 RCS Paris). Siège social : 21 quai d'Austerlitz, 75013 Paris. **En Suisse**, le présent document est fourni aux Investisseurs Qualifiés (Qualified Investors) par NGAM, Switzerland Sàrl.

Les entités susmentionnées sont des unités de développement commercial de Natixis Global Asset Management, la holding d'un ensemble divers d'entités de gestion et de distribution de placements spécialisés présentes dans le monde entier. Bien que Natixis Global Asset Management considère les informations fournies dans le présent document comme fiables, elle ne garantit pas l'exactitude, l'adéquation ou le caractère complet de ces informations.

#### **Natixis Asset Management**

Société anonyme au capital de 50 434 604,76 euros  
Agréée en qualité de Société de Gestion de Portefeuille  
sous le numéro GP 90-009 en date du 22 mai 1990  
Immatriculée au RCS de Paris sous le numéro 329 450 738  
Siège social : 21, quai d'Austerlitz - 75634 Paris cedex 13  
[www.nam.natixis.com](http://www.nam.natixis.com)

#### **NGAM S.A.**

Société de gestion luxembourgeoise  
agrée par la CSSF (RCS Luxembourg B 115843)  
Siège social : 2 Rue Jean Monnet,  
L-2180 Luxembourg - Grand-Duché de Luxembourg

#### **NGAM DISTRIBUTION**

Immatriculée au RCS de Paris sous le n°509 471 173  
Siège social : 21 quai d'Austerlitz - 75013 Paris  
[www.ngam.natixis.com](http://www.ngam.natixis.com)