

Compte-rendu de la réunion du Groupe de travail Financement de l'économie

du 18 avril 2016-

« Classe d'actifs d'infrastructures et Solvabilité II : où en est-on ? »

Marie-France Baud

Avec

- **Pierre Allegret**, responsable de politiques, Assurances et pensions, DG FISMA
- **Jean-Marie Andres**, senior economist, EUROFI
- **Thierry Deau**, CEO, Meridiam

COMPTE RENDU

Contexte

Le secteur des infrastructures fait partie intégrante de l'allocation d'actifs d'un nombre croissant d'investisseurs institutionnels. Ce nouveau support d'investissement provient de la rencontre de deux besoins : d'un côté, le besoin de financer des infrastructures nouvelles ou existantes, dont l'Europe a cruellement besoin, par du financement privé, de l'autre côté la demande des investisseurs institutionnels en produits d'investissement long terme attractifs. En effet, cette classe d'actifs offre les caractéristiques, en dépit de son hétérogénéité, de procurer une durée et un horizon d'investissement long terme, un rendement réel supérieur à celui des placements obligataires, une diversification et une faible corrélation aux marchés financiers, une prime de non-liquidité avec un risque en capital assez faible. Toutes caractéristiques requises par les investisseurs de long terme (assureurs, mutuelles, fonds de pension notamment) à la recherche de nouveaux types de placement dans leurs portefeuilles d'investissements. Mais alors que ce secteur est à même de fournir des investissements de long terme aux projets d'infrastructures, soit par des prises de participation soit sous forme de prêts, il alloue moins de 1% du total de ses actifs à ce type d'investissement. Une modification vient d'être apportée au cadre de Solvabilité II pour alléger les exigences de charge en capital liées à de tels investissements. Peut-on aller plus loin en créant des sous classes d'actifs infrastructures sectorielles et affiner la réglementation prudentielle en conséquence, en fonction des risques encourus?

Interventions

Thierry Deau rappelle le contexte du plan Juncker, à savoir adresser les failles de marché, le système et les modalités de fonctionnement du fonds de garantie EFSI sur lequel il s'appuie, le lien avec la BEI et le FEI, les concours financiers complémentaires apportés par les fonds structurels, le rôle du comité d'investissement et du *advisory Hub*, la déception qu'entraîne- à ce jour- la concentration géographique sur les pays dont la commande publique est la plus développée des projets approuvés. Et souligne la rapidité de la mise en œuvre de ce plan au regard des lenteurs administratives européennes.

Il revient, à propos des négociations entre les assureurs et EIOPA (Autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles) au sujet de Solvabilité II, sur le benchmark élaboré par la chaire de recherche créée par Meridiam à l'EDEC Singapour. Les interactions ont été fortes avec EIOPA, afin de faire évoluer le

calibrage des infrastructures, et les résultats du benchmark feront l'objet d'un papier conclusif en octobre, à Francfort. Si le résultat des négociations avec EIOPA est mitigé pour certains, il ne l'est pas pour Thierry Deau : aujourd'hui, EIOPA accepte qu'une classe d'actifs infrastructures existe en tant que telle. La définition de cette classe d'actifs est complexe, ne fait pas l'unanimité car elle est très prudente, proche de la définition de financement de projets, mais avec un certain nombre de conditionnalités. Par exemple, cette qualification d'actifs infrastructures ne s'applique qu'aux projets situés dans la zone OCDE.

L'acte délégué publié le 1^{er} avril dernier abaisse les pondérations de risques applicables aux investissements en instruments de fonds propres et de dettes réalisés par les assureurs dans des projets dans la formule standard de Solvabilité II : la pondération de risque applicable aux investissements en instruments de dettes a été réduite de 40 par rapport aux obligations corporate équivalentes, sans cependant satisfaire les assureurs ; la pondération de risque applicable aux investissements dans des actions non cotées a été ramenée de 49 à 30 % .

Quid de l'approche sectorielle ? Il existe une large typologie de projets, entre infrastructures de transports (urbains, routiers, ferroviaires, aériens, fluviaux), d'énergie, de services urbains (eau, propreté, parkings), télécommunications, et infrastructures sociales. **Plusieurs benchmarks existent, qui s'adressent à une politique d'investissement donnée et non aux infrastructures en général ou à un secteur donné.** Le secteur a peu d'importance dans les infrastructures, dont le modèle économique s'interprète comme une contractualisation en une sorte d'actif quasi identique entre une usine d'eau, un tram, un hôpital public. C'est le risque des projets qui est le facteur différenciant.

Pierre Allegret souligne le **changement de paradigme qui s'est opéré à la Commission dans une démarche proactive pour favoriser les investissements.** Deux canaux différents- qui ne se fusionnent pas- s'offrent à son action: d'une part, le plan Juncker, destiné à relancer l'investissement au sens large, relativement risqué, en mobilisant au final 300 mds € (80 mds actuellement); d'autre part, l'analyse que certains investissements en infrastructures constituent une classe d'actifs jugée par les assureurs moins risquée que les autres, de par le modèle économique relativement prédictible, les sûretés etc. **Pour cette classe d'actifs, les assureurs bénéficient d'un traitement prudentiel plus favorable pour encourager les investissements.**

En effet, après un premier avis qualifié rendu par EIOPA à la suite d'une consultation publique, la Commission a procédé en septembre à un premier amendement au régime Solvabilité II afin de réduire certaines exigences prudentielles applicables aux investissements dans les projets d'infrastructures. Il s'est **limité aux projets dits éligibles, c'est-à-dire répondant à certaines caractéristiques** : prévisibilité des flux et produits financiers, garanties suffisantes affectées aux détenteurs de dettes d'infrastructures sur les actifs tangibles, possibilité limitée d'engager de nouvelles dettes. Par ailleurs, des critères sont affectés à l'assureur sur sa gestion des risques opérationnels, de construction et de liquidité, sur sa capacité à détenir le projet jusqu'à sa maturité, et il doit effectuer des stress tests. On peut remarquer que ces critères sont nombreux , mais n'oublions pas qu'il y a une ligne rouge à ne pas dépasser, que les assureurs soient en mesure d'honorer leurs engagements vis-à-vis de leurs assurés.

D'autre part, ces critères sont proportionnés aux travaux effectués par les assureurs avant d'investir (*due diligence*). La Commission a agi par le biais d'un acte délégué, en fait une facilité procédurale qui reste soumise à la non-objection du Parlement et du Conseil. Le Conseil a réagi positivement assez vite, le Parlement a fait attendre six mois avant de donner son accord, en exprimant quelques réserves, signe qu'il s'attache à la maîtrise des risques liés au financement des infrastructures par les assureurs. Les critères retenus sont le fruit des échanges entre différents investisseurs et assureurs et la Commission a choisi d'aller plus loin qu'EIOPA en simplifiant certains d'entre eux dans leur formulation. S'agissant des secteurs, **l'approche prise avec Solvabilité II n'est pas pour l'instant d'utiliser le canal de la réglementation prudentielle pour favoriser un secteur en particulier.** Dans une époque de taux bas et de recherche de rendement, on peut s'attarder sur des actifs en particulier afin d'examiner si leur calibration n'est pas trop

élevée par rapport au risque mis en évidence, mais ce type de démarche n'est pas automatiquement liée à certains secteurs.

La Commission a été à la limite de ce qu'il était possible sur la base de l'avis technique d'EIOPA et sous le contrôle du Parlement, en prenant le maximum de tous les retours des gérants d'actifs et des assureurs. La première réaction à chaud de ces derniers a été positive tout en regrettant que n'ait pas été incluses des structures de *corporate*. Un avis supplémentaire a donc d'être demandé à EIOPA, qui vient de lancer une consultation publique sur la possibilité d'avis techniques complémentaires pour étendre la classe d'actifs aux « corporate d'infrastructures » plutôt que d'en créer une nouvelle. **Les premières réunions techniques ont montré la difficulté de trouver des critères qui permettent d'identifier les infrastructures sous la forme d'entreprises présentant un profil de risque comparable aux infrastructures sous la forme de projets.** EIOPA travaille sur les données disponibles et il est difficile d'identifier une entreprise d'infrastructures et un grand groupe qui investit beaucoup dans les infrastructures. On touche aux limites de ce qu'il est possible d'identifier réellement et assureurs et investisseurs doivent donner des explications assez claires de ce qu'ils entendent. Clairement, ce papier de consultation publique est moins ambitieux que l'amendement adopté qui réduit fortement les calibrations pour l'*equity* et la dette, alors que l'avis actuel suggère une réduction un peu plus limitée sur l'*equity* et ne conclut pas, pour l'instant, sur la dette. Cependant, EIOPA continue ses travaux et tiendra compte des réponses à la consultation publique.

A ce stade, **Thierry Deau** explique que l'intérêt pour les « corporates d'infrastructures » tient au fait que 80 % de la classe d'actifs infrastructures a tendance à aller vers des projets *brownfield*, qui consistent en achat et revente de sociétés. D'un point de vue financier, cela reste du *private equity* et le profil de risque est peu différent du capital développement sur de gros LBO. Cette classe présente les mêmes profils de risques et de typologies, avec des valeurs de sorties beaucoup plus importantes que les *cash flows* générés.

Jean-Marie Andres ouvre plusieurs champs de réflexion à partir de **la reconnaissance de la problématique investissement de long terme qui a fini par aboutir au paquet éponyme de la Commission**. Un long chemin a été accompli depuis les nombreuses interrogations qui ont accompagnés Eurofi et Confrontations Europe dès que l'on a commencé à manipuler ce terme. Interrogations qui ont empêché d'avancer alors que l'économie criait qu'il était urgent non seulement de financer la relance mais de réorganiser les mécanismes de financement. En effet, à l'issue de la crise des *subprimes* et de celle du souverain, on n'a procédé qu'à moitié au changement du financement de l'économie : ce changement a consisté à juguler le secteur bancaire. On attend la suite.

La nécessité de considérer les actifs particuliers que sont les infrastructures s'est assortie assez vite d'autres volets, extrêmement importants. Parmi lesquels, les ajustements des fonds propres prudentiels en cas de volatilité et de *matching actif passif*, qui bien plus que des correctifs, introduisent une vision de long terme dans l'approche prudentielle des assureurs. Pour J- M Andres, à cet égard, et dans le cadre du *call for evidence* lancé par la Commission pour examiner les effets non intentionnels sur le financement de l'économie qu'entraînent les interactions dans l'agenda de régulation financière, la réponse documentée d'Insurance Europe est on ne peut plus claire : ces deux outils majeurs, l'ajustement de volatilité et l'ajustement pour *matching*, s'ils sont très bien conçus d'un point de vue intellectuel, se révèlent très restrictifs dans leur application. Le secteur des assureurs reste volatil, les bilans des assureurs se décoorent entre actif et passif, ce qui crée des situations d'insolvabilité plus ou moins virtuelle. C'est un énorme problème car dans la décision d'investissement, et notamment dans les décisions d'investissement de long terme que nous aimerions que les assureurs prennent, ces investissements restent à risque du fait de cette volatilité. Il faut y réfléchir, de même qu'au challenge de la conviction des parlementaires, qu'a évoqué Pierre Allegret. Il reste à gagner car le PE n'éprouve, de manière générale, aucune confiance dans les acteurs financiers auxquels sont assimilés les assureurs. Est toujours latente la crainte que leurs décisions ne soient pas bien documentées, avec ce résultat que les sommes collectées par les assureurs sont massivement réorientées vers les obligations d'Etat, ce qui n'est pas le risque que nous aimerions qu'ils prennent le plus.

A ce premier point, s'ajoute celui de la **comptabilité**, domaine en déshérence. Si l'accès est devenu plus facile à une comptabilisation qui ne soit pas à des valeurs de marché, le recours à la modélisation est plus important, ce qui est paradoxal : les producteurs de standards voulaient en effet s'affranchir des modèles au bénéfice du prix du marché. Les comptables ne veulent pas se pencher sur la reconnaissance de la spécificité du business model de l'assurance, qui est précisément d'ajuster actif et passif. Si bien que de concert avec les régulateurs, les comptables ne sont pas à l'aise pour donner leur opinion sur la manière de fonctionner des assureurs. On a besoin des assureurs mais à très fortement les sécuriser, on les incite à produire plus de produits sans valeur ajoutée actuarielle. Cette donnée s'inscrit dans la problématique de la structure de l'épargne qui, dans le contexte des pays vieillissants, ne se fixe pas nécessairement spontanément sur les besoins d'investissement, par exemple dans les projets *greenfield* ou les projets les plus longs. L'intermédiation par les financiers prend alors toute sa valeur et **le besoin de gestions professionnalisées et sécurisées, qui permettent de mettre en relations personnes aux horizons d'épargne différents des besoins d'investissement, n'a jamais été aussi aigu**. C'est une question que la régulation a des difficultés à traiter.

Parmi les restrictions imposées par la régulation pour bénéficier de calibrages plus attractifs, figure la détention jusqu'à échéance. Celle-ci pose deux problèmes. Le premier relève du bon sens : la gestion en père de famille avisé impose de façon rationnelle que, quand un actif ne se révèle pas aussi prometteur qu'espéré, il faut le céder dès que l'occasion se présente sans punition règlementaire. Le second tient à la transmission de la politique monétaire, auparavant la mission des banques. Aujourd'hui, dans un contexte de taux bas et de *quantitative easing* par rachat d'actifs par des banques centrales, figer dans les bilans des assureurs, un certain nombre d'actifs au motif qu'ils sont matchés avec des passifs, revient à s'interdire une partie de l'efficacité de la politique monétaire.

Dernier point, s'agissant des infrastructures, un certain nombre d'analyses de risques rentrent difficilement dans des boîtes. Le risque *corporate* en constitue un très bon exemple car il fait intervenir des *business models* très variés et des rythmes économiques et temporels très différents. **En rééquilibrant le processus de financement en Europe, on demande aux assureurs de rentrer dans un nouveau métier qui va les conduire à développer plus de compétences d'analyse sur mesure des risques. Ce qui signifie que le régulateur ne pourra s'affranchir de juger de leur capacité qualitative à prendre des risques sur des projets complexes**. C'est d'autant plus important que l'investissement en infrastructures ne peut être pensé indépendamment de la problématique imposée par la transition climatique, qui change la donne sur un certain nombre d'investissements passés et met en œuvre des technologies à fort niveau de risque. Il sera intéressant d'examiner de quelle manière le plan Juncker, aidé une puissance publique capable d'identifier des risques très particuliers, se traduira en partenariats plus pérennes, au-delà de la «simple» relance de la croissance. Nous sommes à l'orée d'un paquet d'investissements très lourds pour la transition climatique dans lesquels le risque technologique et donc la stabilité des *cash flows* sera conditionnée par la capacité de la puissance publique à y apporter ce plus d'une tranche *equity* ou d'une contre-garantie sans lesquelles, au stade d'aujourd'hui, la réglementation ne permettra pas en réalité aux assureurs d'être partenaires.

Commentaires, questions et réponses

Roger Fiszelson, directeur général, Confederation of international Contractors' Association insiste sur la remontée des taux et sur les risques de changement de besoin des usagers et des infrastructures, aussi importants que les risques technologiques .

Stéphane Cosse, directeur Affaires publiques, Covea, intervient sur la contribution d'Insurance Europe au *call for evidence*. Il fait observer que ce sont des compagnies d'assurances mondiales qui ont participé à cette contribution et que la complexité du dispositif proposé en matière d'infrastructures va à l'opposé de ce que souhaitent certains assureurs : au fond, ne s'agit-il pas d'un dispositif qui favorise les grands assureurs mondiaux qui peuvent se permettre d'avoir *in-house* des départements dédiés aux infrastructures ? Se pose donc la question de la proportionnalité. Il ajoute qu'au fur et à mesure que se créent des incitations sous

forme de calibrage, se créent presque symétriquement des distorsions. Un exemple : on décide qu'un aéroport est plus rentable qu'une éolienne. Il fait valoir qu'il y a d'autres investissements de long terme que dans les infrastructures.

Pour **Philippe Herzog, président fondateur de Confrontations Europe**, il faut s'attacher plus au contexte macro-économique qu'à la régulation. Dans l'environnement de taux bas, le secteur des assurances est en insécurité croissante et certains acteurs en Europe sont particulièrement fragilisés. **En ce qui concerne le plan Juncker, va manifestement se poser la question de sa consolidation et de son ajustement comme le souci politique de 2017, alors que des changements électoraux majeurs vont s'opérer.** Nous disposons certes d'éléments d'évaluation, non encore conclus, alors qu'il faudrait déjà ouvrir les esprits : on ne peut rester sur Solvabilité II, avec des progrès plus ou moins réels, qui ont abondamment nourri nos discussions. Il faut maintenant adresser la question des éléments de priorité fondamentaux du plan d'investissement pour l'Europe et de sa machinerie. Le *advisory hub* va-t-il aider à aller vers des projets- correspondant à l'intérêt général européen ? Comment remédier à l'asymétrie croissante en matière de capacité à former des projets que l'on constate avec la concentration géographique des projets approuvés ? Il faut aussi clarifier le rôle de l'EFSI : est-ce, comme on l'a entendu à la Commission, une BEI dans la BEI ? Ce qui signifierait que la BEI s'octroie la possibilité d'avoir un pouvoir en matière d'utilisation du budget européen. Enfin, s'agissant des secteurs, on peut dire qu'on ne travaille pas par secteurs parce que cela correspond au manque de politique industrielle au niveau de l'UE mais si on veut aller vers une meilleure définition des priorités, il faut passer par la case secteurs.

Thierry Deau ne sous-estime pas la problématique générale mais estime qu'il faut privilégier le pragmatisme en identifiant les sujets urgents à résoudre et les pousser un à un, sachant que la Commission se débat avec l'opposition forte de certains régulateurs et d'Eurostat. Il rappelle, sur la question des infrastructures et de Solvabilité II, que si les institutionnels ne s'en étaient pas saisis, les assureurs qui mettaient 15 % de charges sur ce type d'investissements, allaient mettre 49%. 25 % étaient demandés, 30 % ont été obtenus. Les infrastructures ne sont pas privilégiées, il se trouve que les acteurs actifs dans cette classe d'investissement ont su anticiper le mouvement et engager, plus vite que d'autres, la négociation avec la Commission pour limiter les dégâts par rapport à la façon dont EIOPA avait imaginé au départ que Solvabilité II allait s'appliquer. Il s'est d'abord agi d'éviter le pire.

Les sujets sectoriels relèvent, de son analyse, de la politique économique. La régulation doit elle s'en préoccuper ? Non, parce que précisément cela crée des distorsions sur les prix et les allocations de ressources et envoie de mauvais signaux à l'économie.

Au niveau des taux, à court terme, ils sont à zéro, à long terme, ils sont très bas mais l'écart moyen est moindre pour les taux de long terme quand on se place à 20, 30 ans, horizon que l'on utilise beaucoup pour valoriser les actifs des infrastructures. Les asset managers peuvent prendre une approche prudentielle par rapport aux taux, en choisissant de ne pas refléter toute la baisse des taux dans les valorisations données. Ils font un choix par rapport à leur perception des taux à l'avenir. En tous cas, dans les infrastructures, sur du très long terme, le problème est moindre que de passer du négatif à + 3% dans cinq ou six ans.

Il partage le point de vue sur la complexité, la définition de la classe d'actifs infrastructures l'est en effet, implique une société de projet, mais les assureurs ont-ils tous vocation à investir directement dans les infrastructures ? Il existe des intermédiaires, des asset managers, des gérants de fonds censés gérer cette complexité. Ce qui permet aux assureurs qui n'interviennent pas directement de choisir leurs intermédiaires. La liste des conditions peut paraître longue, mais pour les deux tiers d'entre elles, il s'agit des conditions normales de financement de projets dans le cadre de contrats de concession, par exemple. EIOPA ne connaissait pas les classes d'actifs infrastructures, est montée en gamme d'expertise en entrant dans les détails. Avec ce résultat que les assureurs et les asset managers ne vont pas fuir cette classe d'actifs comme ils l'auraient fait si la charge en capital était restée à 49 %.

En ce qui concerne les risques technologiques et du long terme, en France et au Royaume uni, on est ouvert à reprendre l'équilibre des projets et des *cash flows* par rapport à une innovation technologique ou un risque majeur. Tel n'est pas le cas en Allemagne, qui a tendance à vouloir figer dès le départ, ce qui mène in fine tout droit au Tribunal. **La Commission a la volonté, dans le cadre des interconnecteurs énergétiques entre pays de l'Union et des projets d'intérêt commun, de pousser des contrats de long terme plus souples. Mais rien n'a encore abouti.**

Le Hub : ce n'est pas un distributeur de fonds publics, mais un dispositif de conseil et d'aide à la structuration de projets, encore insuffisamment utilisé. Une forme de déception a pu naître de la vitesse avec laquelle le règlement EFSI a été adopté. La Commission a voulu créer un dispositif ex nihilo mais s'est rendue compte, devant l'impératif politique, qu'utiliser la BEI, sa capacité de montage et de financement de projets, permettrait d'arriver plus vite à des résultats. Cela reste un peu confus pour l'extérieur, d'autant que les communicants entretiennent le flou entre les deux structures, mais la BEI met à disposition son bilan, son expertise et ses instruments financiers et fait appel à la garantie de l'Union pour monter des opérations qu'elle n'aurait pas faites naturellement car elle ne peut pas statutairement prendre de risques. C'est tout un changement de culture qui s'opère. Vus du comité d'investissement de l'EFSI, les objectifs prioritaires sont ceux de l'Union : 50 % des montants doivent être affectés au changement climatique et à la Cop 21, aux réseaux transeuropéens de transport et digitaux, à la R&D, aux PME. En France, EFSI, c'est par exemple 250 millions de prêts longs accordé à Peugeot pour redévelopper sa R&D, prêts que l'entreprise n'aurait pas pu trouver sur le marché, c'est une usine de recyclage du Titane lancée par Eramet, avec de la dette et de l'equity, c'est la société des projets industriels montée par Bercy avec 700 millions €, dans laquelle la BEI, garantie par EFSI, va injecter une centaine de millions.

Pierre Allegret le précise, oui, il y a un coût d'entrée pour les assureurs car il faut s'assurer que les projets d'investissement sont bien structurés et éviter des investissements massifs dans les infrastructures, sans distinction selon leur qualité, créant des bulles et provoquant un impact macro-économique. Il ajoute, en ce qui concerne Solvabilité II, que les calibrations plus faibles bénéficient à la fois aux investisseurs directs et indirects, ce qui permet aux assureurs ayant une capacité plus limitée de passer par un fonds et d'en profiter.

Jean-Marie Andres souligne que la politique monétaire de la zone euro pose de plus en plus la question de la solidarité budgétaire et de son mode de gouvernance. Ce qui ressemble à un mécanisme de transferts financiers entre pays s'apparente à l'EFSI et suscite des questions sur la concentration géographique des projets approuvés. Mais le plan Juncker, c'est avant tout un mécanisme de relance à court terme de l'investissement. Jean-Marie est demandeur d'études de cas de financement par garantie EFSI pour bien comprendre l'origine du *market failure* et de ce qui n'était pas finançable autrement. Non pas à cause de la dimension politique mais parce qu'un nouveau mode de financement public privé se dessine face aux investissements risqués qui nous attendent aussi bien en matière de changement climatique que de défis technologiques aigus. **Comment les premiers pas de l'EFSI vont-ils nous aider à qualifier les risques qui ne seraient pas prenables par les marchés ? Car c'est la puissance publique qui doit s'organiser.**

Sur le sujet de la complexité des régulations prudentielles, il ne voit pas comment on peut simplifier et prend l'exemple du secteur bancaire : chaque fois qu'une simplification était à l'oeuvre, les acteurs se sont plaints qu'on les dénaturait et les évaluait mal. En matière d'infrastructures, les projets sont compliqués, intègrent moins d'investisseurs passifs, font appel à des techniques d'analyses pointues- qui requièrent un bagage technologique important- mais qu'en réalité les superviseurs n'acceptent pas. Avec un vrai problème au bout du compte : la première sanction, c'est les investisseurs en compagnies assurances qui ne comprennent pas les bilans, ont tendance à normaliser et standardiser des données brutes au lieu d'évaluer le risque spécifiques de chacune d'entre elles. C'est la porte ouverte au risque systémique de corrélation.

Edouard François de Lencquesaing, délégué général, EIFR, revient sur l'ambiguïté entre stratégie prudentielle et stratégie économique. Il faut au niveau européen un process de clarification de la stratégie

prudentielle sur la base des risques pris tout en rentrant dans la stratégie industrielle avec des secteurs. Il s'agit souvent de deux types de débat mais il faut les mettre ensemble sur la table car les acteurs financiers prennent des actions concrètes par rapport à la combinatoire des deux. Il insiste sur le très faible degré de confiance des politiques vis-à-vis de la capacité des financiers- à être capables des gérer les risques. Il y a un problème de pédagogie réelle à faire comprendre que l'organisation de process de risques, travaillée avec les régulateurs, génère de la valeur ajoutée. .