DTA 4, allocation des actifs et nouvel environnement des placements

Graziano Lusenti

Dr. sc. pol., Expert diplômé en caisses de pensions, Spécialiste en placements institutionnels
Managing Partner, Lusenti Partners, Nyon

Lausanne, décembre 2018

EXPERT suisse

Plan

I. Le taux technique de référence (ttr):
Définition, principes de fixation, écarts, calculs, séries historiques, évolution récente

II. Allocations d'actifs actuelles et attentes de rendement

III. Conclusions, pistes de réflexion et propositions

I. Le taux technique de référence (ttr):

Définition, principes de fixation, écarts, calculs, séries historiques, évolution récente

1. Définition

(CSEP, Chambre suisse des experts en caisses de pensions, Zurich. DT4, p.1, 2015)

Le taux d'intérêt technique = le taux d'escompte (ou taux d'évaluation) qui permet de calculer les capitaux de prévoyance et les provisions techniques, ainsi que de déterminer le financement d'une institution de prévoyance.

Le taux d'intérêt technique de référence (ttr) = le taux sur lequel l'expert se fonde pour formuler sa recommandation à l'organe suprême concernant la fixation du taux d'intérêt technique.

2. Fondements juridiques et techniques

- LPP art. 52e (modification du 19.03.2010)
- OPP2, art. 44 al. 1
- RPC 26, chiffre 4
- Principes et directives pour les experts en assurances de pension
- DTA 1 et 2

3. Principes de fixation du taux technique dans une IP

(CSEP, DTA 4, 2015, p.1)

- L'expert élabore une recommandation…
  a) ... qui tient compte de la structure et des caractéristiques de l'institution de prévoyance
  b) …qui incorpore une marge raisonnable en dessous du rendement attendu par la stratégie de placement
  c) … qui tient compte (…) du taux technique de référence défini selon la DTA 4
  d) …qui est adressée à l'organe suprême de l'institution,
- L'organe suprême de l'IP est seule compétente pour décider et définir le taux technique qui s'applique dans l'IP
- Le taux technique de référence n'est pas une recommandation de la CSEP pour la fixation du taux d'intérêt technique → la CSEP fixe la démarche
- La DTA 4 ne règle pas les hypothèses à la base des systèmes de financement et de prestations d'une IP, taux de conversion, cotisations pour le risque, échelles réglementaires, etc.

4. Définition et calcul du taux technique de référence

(CSEP, DTA 4, 2015, pp. 1-2)

Le taux d'intérêt technique de référence est déterminé à partir de :

a) La moyenne arithmétique
   - à raison de 2/3 de la performance moyenne des 20 dernières années, représentée par l'indice Pictet LPP 25 plus depuis 2005 et par l'indice Pictet LPP 25 avant 2005
   - à raison de 1/3 par le rendement actuel des emprunts à 10 ans de la Confédération

b) Le tout est diminué de 0.5% …

c) …est arrondi au 0.25% inférieur

d) …ne doit pas être inférieur au rendement des obligations à 10 ans de la Confédération…

e) …ne doit pas être supérieur à 4.5%

5. Procédure en cas d'écart du taux effectif de l'IP par rapport

(OPP2 art. 44 al.1; CSEP, DTA 4, 2015, p.2)

a) Si le taux technique de référence décidé par l'organe suprême de l'IP est supérieur au technique de référence

→ l'expert en prévoyance le signale à l'organe suprême (dans son rapport périodique ou par écrit lors de la clôture annuelle)

b) Si le taux technique de référence décidé par l'organe suprême de l'IP est supérieur de plus de 0.25% pendant plus d'un an au taux technique de référence

→ l'expert doit justifier ce dépassement, ou

→ l'expert doit proposer à l'organe suprême des mesures pour ramener dans un délai de 7 ans le taux technique de l'institution au niveau du taux technique de référence

c) Le taux technique effectivement retenu par l'organe suprême de l'IP peut être inférieur au taux technique de référence

→ Aucune explication requise

6. Communication et validité du taux technique de référence

(CSEP, DTA 4, 2015, p.2)

- Le taux technique de référence est publié chaque année par la CSEP (Chambre suisse des experts en caisses de pensions), au 30.9
- Il vaut en tant que taux de référence dès la prochaine clôture de l'IP, c'est-à-dire l'exercice en cours clos au 31.12, la prochaine fois à fin 2018 pour l'exercice 2018

7. Valeur actuelle du taux de référence, applicable pour l'exercice 2018

- 30.9.2018: 2.0%
- 30.9.2017: 2.0%

8. Valeurs historiques du taux technique de référence depuis 2005

Clôture 31.12.xxxx	Taux technique de référence
2005	4.50%
2006	4.50%
2007	4.50%
2008	4.00%
2009	3.75%
2010	4.25%
2011	3.50%
2012	3.50%
2013	3.00%
2014	3.00%
2015	2.75%
2016	2.25%
2017	2.00%
2018	2.00%

9. Valeurs historiques des composants du taux technique de référence, depuis 2005

		Telekurs								
		CH0023687038			Modification					
September Wert	Pictet LPP-25	Pictet LPP-25 plus	Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (Kassazinssatz)	Pictet LPP-25	Pictet LPP-25 plus	Rendite 10-jähriger Bundesanleihen	"2/3" BVG Index 2005 Pictet BVG-25 plus	"1/3" Rendite der 10-jährigen Bundesobligationen	Berechnung Referenzzinssatz (ungerundet)
1985	33.5452	0.0000	0.000	33.5452	271.2953				
1986	37.0217	0.0000	0.000	37.0217	299.4114				
1987	40.6157	0.0000	0.000	40.6157	328.4777				
1988	41.9527	0.0000	4.257	41.9527	339.2906	4.257			
1989	44.6276	0.0000	5.311	44.6276	360.9237	5.311			
1990	40.0126	323.6001	6.509	40.0126	323.6001	6.509			
1991	46.5115	380.2769	6.198	46.5115	380.2769	6.198			
1992	48.5064	400.1959	6.292	48.5064	400.1959	6.292			
1993	59.0428	491.9569	4.455	59.0428	491.9569	4.455			
1994	58.9423	492.1325	5.636	58.9423	492.1325	5.636			
1995	64.7835	538.6171	4.555	64.7835	538.6171	4.555			
1996	72.2411	597.6893	4.256	72.2411	597.6893	4.256			
1997	83.9374	693.3869	3.704	83.9374	693.3869	3.704			
1998	87.4638	713.6029	3.086	87.4638	713.6029	3.086			
1999	95.2169	778.0988	3.427	95.2169	778.0988	3.427			
2000	101.4310	832.8663	3.954	101.4310	832.8663	3.954			
2001	97.8064	806.5305	3.302	97.8064	806.5305	3.302			
2002	96.7021	804.2614	2.761	96.7021	804.2614	2.761			
2003	103.3051	862.5475	2.777	103.3051	862.5475	2.777			
2004	108.7257	911.7506	2.750	108.7257	911.7506	2.750			
2005	120.7930	1011.0855	1.950	120.7930	1011.0855	1.950	4.53%	0.65%	4.68%
2006	125.5095	1051.6067	2.369	125.5095	1051.6067	2.369	4.32%	0.79%	4.61%
2007	129.5943	1087.3965	3.056	129.5943	1087.3965	3.056	4.11%	1.02%	4.63%
2008	121.4455	1011.3928	2.669	121.4455	1011.3928	2.669	3.74%	0.89%	4.13%
2009	128.1389	1062.7985	2.155	128.1389	1062.7985	2.155	3.70%	0.72%	3.92%
2010	132.3845	1127.5368	1.372	132.3845	1127.5368	1.372	4.29%	0.46%	4.25%
2011	129.9821	1118.9972	1.003	129.9821	1118.9972	1.003	3.70%	0.33%	3.53%
2012	142.2700	1227.1200	0.599	142.2700	1227.1200	0.599	3.84%	0.20%	3.54%
2013	148.3859	1279.2734	1.110	148.3859	1279.2734	1.110	3.26%	0.37%	3.13%
2014	160.0600	1377.9700	0.589	160.0600	1377.9700	0.589	3.52%	0.20%	3.22%
2015	162.0742	1412.2759	-0.100	162.0742	1412.2759	-0.100	3.29%	-0.03%	2.76%
2016	170.7458	1493.9400	-0.522	170.7458	1493.9400	-0.522	3.12%	-0.17%	2.45%
2017	175.7400	1536.6900	0.017	175.7400	1536.6900	0.017	2.71%	0.01%	**2.21%**
2018	178.3200	1550.3100	0.113	178.3200	1550.3100	0.113	2.64%	0.04%	**2.17%**

Source: CSEP, Zurich, DTA 4, site web

10. Evolutions récentes

En 2017, il était prévu de remplacer la formule actuelle par une nouvelle: constitution d'un groupe de travail de la CSEP et proposition

- Objectif: Remplacer la valeur maximale générale (= taux technique de référence « unique ») par une valeur maximale spécifique à chaque IP, reposant sur le rendement attendu de la stratégie de placement de chaque IP

- Conséquence: Individualisation par IP des calculs relatifs à la fixation des taux de rendement de référence + multiplication des taux individuels + pas de valeur unique + perte de la vue d'ensemble

- Conditions pour la réalisation: Publication par la CSEP des prévisions de rendement des IP pour les différentes classes d'actifs

10. Evolutions récentes (suite)

- Problèmes: Centralisation et publication des prévisions par la CSEP + qualifications des actuaires pour les questions financières + travaux administratifs (coûts)
- Refus: En novembre 2017, l'assemblée générale de la CSEP a refusé le projet
- L'ancienne formule est donc toujours en vigueur
- Travaux en cours: Implication des associations professionnelles (actuaires, assureurs, fondations collectives), des autres spécialistes (conseillers en investissements) et de la CHSPP

II. Allocation d’actifs actuelles et attentes de rendement

Allocation d'actifs médiane des IP suisses

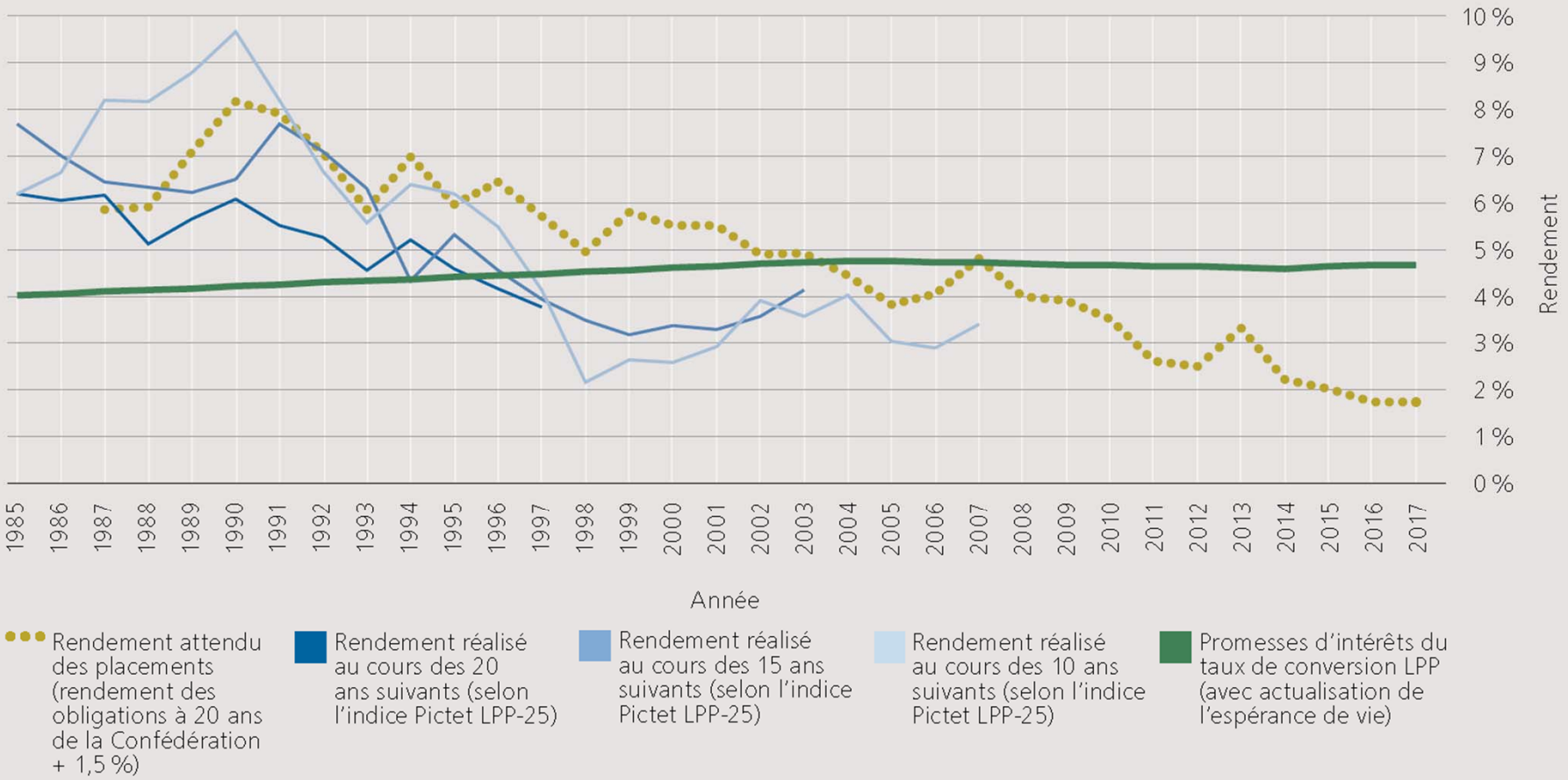
Fig. 22 : Répartition de la stratégie globale de placement en sous-catégories

	2017	2016	2015
Liquidités	**3,2 %**	**3,3 %**	**3,7 %**
Obligations d'État CHF	8,0%	9,1 %	9,1 %
Obligations d'entreprises CHF	12,4 %	12,0%	13,2 %
Obligations en devises étrangères	17,7 %	18,0%	17,5 %
Obligations	**38,1 %**	**39,1 %**	**39,9 %**
Immobilier résidentiel suisse, placements directs	8,2 %	8,1 %	7,2 %
Immobilier commercial suisse, placements directs	1,3 %	1,4 %	1,1 %
Fonds immobiliers suisses	7,6 %	7,3 %	8,1 %
Immobilier à l'étranger	2,5 %	2,3 %	2,2 %
Immobilier	**19,6 %**	**19,1 %**	**18,6 %**
Actions suisses	10,0%	9,8%	9,4 %
Actions pays industrialisés	15,4 %	15,5 %	15,3 %
Actions pays émergents	4,8%	4,7 %	4,9 %
Actions	**30,2 %**	**30,0 %**	**29,6 %**
Hedge funds	2,5 %	2,5 %	2,5 %
Private equity	2,1 %	2,2 %	1,9 %
Placements d'infrastructures	0,9%	0,8 %	0,5 %
Créances alternatives	1,0%	0,8 %	0,6 %
Autres placements alternatifs	2,5 %	2,2 %	2,7 %
Placements alternatifs	**8,9 %**	**8,5 %**	**8,2 %**

Source: Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHSPP), « Situation financière des institutions de prévoyance 2017 ». Berne, mai 2018, p.34

Promesses d'intérêts, rendements réalisés et attendus

Fig. 6 : Promesses d'intérêts LPP, rendements attendus des placements et rendements réalisés



Source: Commission de haute surveillance de la prévoyance professionnelle (CHSPP), « Situation financière des institutions de prévoyance 2017 ». Berne, mai 2018, p.16

11. Caractéristiques des indices Pictet LPP 25 plus, 40 plus et 60 plus

COMPOSITION DES INDICES PICTET LPP 2005

Le tableau ci-dessous indique la répartition des trois indices LPP

Catégories de placement	Indices	LPP-25 plus 2005	LPP-40 plus 2005	LPP-60 plus 2005
Obligations		**65**	**50**	**30**
Suisses	SBI All AAA-BBB	40	30	15
Monde	BarCap Multiverse (*)	25	20	15
Actions		**20**	**30**	**45**
Suisses	Swiss Performance Index	7.5	10	15
Monde	MSCI AC World IMI	12.5	20	30
Immobilier		**10**	**10**	**10**
Suisse	SXI Real Estate Funds	7.5	5	2.5
Monde	DJ Real Estate Securities	2.5	5	7.5
Hedge funds	HFRX Global Hedge Fund (*)	**2.5**	**5**	**7.5**
Private equity	LPX50	**2.5**	**5**	**7.5**
Exposition monétaire		17.5	30	45

(*) couvert en CHF

Sources: Pictet Asset Management, site internet

12. Performances des indices Pictet 2005

Performance – en CHF

Au 6.12.2018

Date	Pictet LPP 2005-25 plus	Pictet LPP 2005-40 plus	Pictet LPP 2005-60 plus
Year to date	-2.30%	-2.69%	-3.29%
Depuis la création (01/11/2005)	3.28%	3.48%	3.73%
Volatilité (base mensuelle, annualisée), depuis la création (01/11/2005)	4.19%	6.26%	9.12%

Sources: Pictet Asset Management, site internet

Performance et volatilité attendues de l'indice Pictet LPP 25 plus

13.

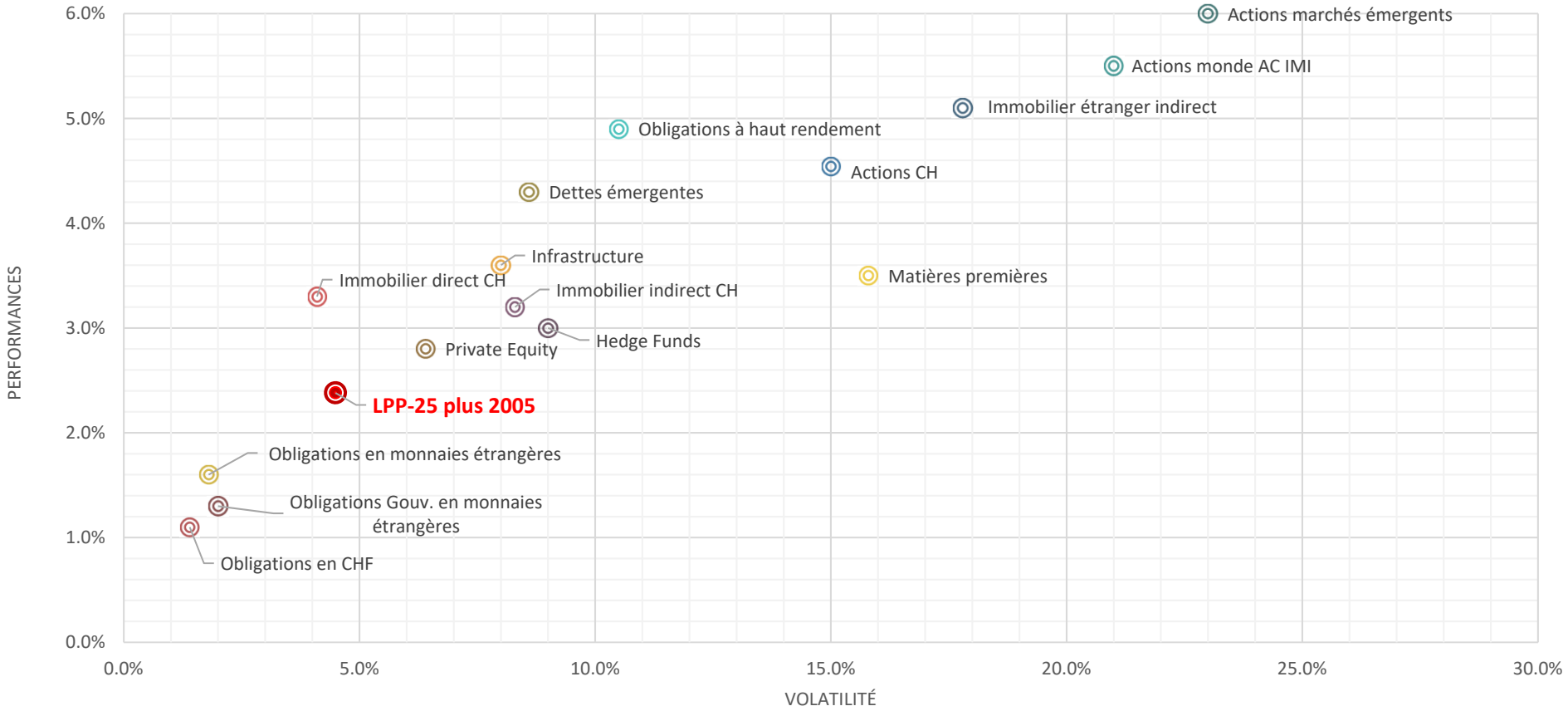
Indice Pictet LPP 25 plus (2005) :
Performances et volatilités attendues (sur 10 ans) de l'indice et de ses composants (en bleu), en CHF, calculés avec les valeurs attendues de Lusenti Partners, au 30.6.2018

	Performance	Volatilité
Actions CH	4.5%	15.0%
Actions monde AC IMI	5.5%	21.0%
Actions marchés émergents	6.0%	23.0%
Obligations en CHF	1.1%	1.4%
Obligations Gouv. en monnaies étrangères	1.3%	2.0%
Obligations en monnaies étrangères	1.6%	1.8%
Obligations Convertibles	3.6%	10.0%
Dettes pays émergents en devises fortes ou en monnaies locales	4.3%	8.6%
Obligations à haut rendement	4.9%	10.5%
Immobilier direct CH	3.3%	4.1%
Immobilier indirect CH	3.2%	8.3%
Immobilier étranger indirect	5.1%	17.8%
Private Equity	2.8%	6.4%
Infrastructure	3.6%	8.0%
Hedge Funds	3.0%	9.0%
Matières premières	3.5%	15.8%
LPP-25 plus 2005	2.4%	4.5%

Sources: Lusenti Partners, 2018. Performances et volatilités calculées par nos soins

Performance et volatilité attendues des différentes classes d'actifs

14. Performances et volatilités attendues (sur 10 ans) des différentes classes d'actifs, en CHF, calculées par Lusenti Partners, au 30.6.2018



Sources: Lusenti Partners, 2018. Performances et volatilités calculées par nos soins

15. Allocation stratégique des actifs optimisée pour une IP « Exemple »

	Allocation Stratégique optimisée	Marges tactiques	
Liquidités	**2.0%**	**0.0%**	**10.0%**
Obligations	**41.0%**	**24.0%**	**49.0%**
Obligations en CHF	20.0%	15.0%	25.0%
Obligations en monnaies étrangères	14.0%	9.0%	19.0%
Convertibles	2.0%	0.0%	5.0%
Dettes pays émergents en devises fortes ou en monnaies locales	3.0%	0.0%	5.0%
Obligations HY	2.0%	0.0%	5.0%
Actions	**35.0%**	**22.0%**	**58.0%**
Actions CH	20.0%	15.0%	25.0%
Actions monde IMI	12.0%	7.0%	17.0%
Actions marchés émergents	3.0%	0.0%	6.0%
Immobilier	**18.0%**	**8.0%**	**28.0%**
Immobilier non coté CH	10.0%	5.0%	15.0%
Immobilier indirect étranger	8.0%	3.0%	13.0%
Placements alternatifs	**4.0%**	**0.0%**	**9.0%**
Private equity	0.0%	0.0%	5.0%
Hedge Funds	0.0%	0.0%	5.0%
Matières premières	0.0%	0.0%	5.0%
Infrastructures	4.0%	0.0%	7.0%
Performance attendue	**3.28%**		
Volatilité attendue	6.9%		
Réserve de fluctuation des valeurs (VaR 99%)	19.9%		
Réserve de fluctuation des valeurs (formule actuelle)	**20.00%**		

Sources: Lusenti Partners, 2018. Performances et volatilités calculées par nos soins

Allocation optimisée d'une IP « Exemple » (« normale »)

16. Indices de référence (benchmarks) utilisés

Classes d'actifs	Indices de référence suggérés
Liquidités	Citi WMMI, 3M Eurodeposit - TR, CHF
Actions CH	Swiss Performance Index SPI - TR, CHF
Actions monde IMI	MSCI World Investable Market Index (Large+Mid+Small Cap) - TR Net, CHF
Actions marchés émergents	MSCI Emerging Markets Index, Std.(Large+Mid Cap) - TR Net, CHF
Obligations en CHF	Swiss Bond Index SBI AAA-BBB - TR, CHF
Obligations en monnaies étrangères	Barclays Global Aggregate index - TR, Hdg.CHF
Convertibles	Thomson Reuters Convertible Index (old UBS) - TR, Hdg.CHF
Dettes pays émergents en devises fortes ou en monnaies locales	50% J.P.M.Emerging Market Bond Index (EMBI) Global Diversified I.G.- Hdg.CHF + 50% J.P.M. Gov. Bond Index-Emerging Markets (GBI-EM) Global Diversified - CHF
Obligations HY	Bank of America Merrill Lynch Global High Yield – Hdg. CHF
Immobilier non coté CH	KGAST Immo-Index - CHF,
Immobilier indirect	SXI Real Estate Funds Index - TR, CHF
Private equity	LPX50® - TR, CHF
Stratégies absolute return	HFRI Fund Weighted Composite Index - Hdg.CHF
Matières premières	Bloomberg Commodity Index (old DJ-UBS) - CHF

Sources: Lusenti Partners, 2018. Performances et volatilités calculées par nos soins

17. Commentaires critiques concernant l'allocation et l'utilisation de l'indice Pictet LPP 25 plus

- L'indice Pictet LPP 25 plus n'est à l'heure actuelle pas structurellement optimal pour déterminer l'allocation d'actifs stratégique d'une IP ou pour entrer (à titre principal) dans le calcul du taux technique de référence:
  - Il engendre des performances plus basses que celles qui seraient possibles avec des allocations meilleures
  - Il n'est pas adapté à l'environnement économique et financier actuel, qui se caractérise par des taux bas et une croissance économique assez solide sur le plan global
  - Il ne diversifie pas assez et pas bien

- Faiblesses de l'indice Pictet LPP 25
  - Les obligations sont surpondérées
  - Les obligations en CHF et celles de débiteurs étatiques sont surpondérées
  - La diversification internationale est limitée
  - La part des actions de l'immobilier et des autres valeurs réelles est trop faible

- L'indice Pictet LPP 40 plus est comparativement meilleur, de même qu'une combinaison entre les 2: Pictet LPP 30 plus, 35 plus

- La « famille » des indices Pictet LPP 2015 peut aussi convenir: Elle prend en compte les obligations des marchés émergents + small/mid caps + placements à rendement absolu

18. Le taux technique de référence va-t-il baisser ou augmenter à l'avenir?

- L'évolution future des taux techniques est déterminée surtout par 2 facteurs (au niveau mondial et en Suisse)
  - Croissance économique (PIB) → impact sur les « valeurs réelles »
  - Inflation → impact sur les « valeurs nominales » (taux d'intérêt)

- Scénario « Croissance économique relativement élevée »
  - Favorise les placements en valeurs réelles: actions, immobilier, private equity, etc.
  - Impacte favorablement les déterminants du taux technique de référence
  - Le taux technique de référence devrait rester stable ou augmenter un peu

- Scénario « Inflation basse ou en légère hausse »
  - Favorise les placements en valeurs nominales, du fait d'une légère hausse des taux (rendement direct): obligations, prêts, hypothèques, etc.
  - Impacte favorablement les déterminants du taux technique de référence
  - Le taux technique de référence devrait rester stable ou augmenter un peu

- Scénario économique le plus probable (10 ans): Croissance économique assez bonne (comme maintenant) + hausse limitée de l'inflation et des taux d'intérêt

- Hypothèse la plus vraisemblable : Le taux devrait rester stable ou augmenter un peu

III. Conclusions, pistes de réflexions et propositions

19. Conclusions, pistes de réflexion et propositions

- La formule du taux technique de référence actuellement en vigueur est totalement « empirique » et n'a pas de fondement « scientifique »
- L'utilisation des 2 composants principaux – 2/3 de la performance de l'indice Pictet LPP 25 plus, 1/3 du rendement des obligations de la Confédération à 10 ans – est arbitraire et difficilement justifiable
- Limites de l'utilisation de l'indice Pictet LPP 25 plus
  - Il ne reproduit pas vraiment l'allocation effective de la majorité des IP
  - Il surpondère les obligations (surtout en CHF et de débiteurs publics)
  - Il sous-pondère les placements en valeurs réelles (surtout les actions) et ceux réalisés à l'étranger
- Limites de l'utilisation du rendement des obligations de la Confédération à 10 ans
  - Peu d'IP investissent majoritairement dans ce type de placements
  - Il s'agit d'une des catégories d'investissements les moins performantes
- Les critères de prudence (réduction de 0.5%) et d'arrondi (à 0.25% inférieur) sont arbitraires

19. Conclusions, pistes de réflexion et propositions (suite)

- La formule actuelle du taux technique de référence a pour conséquences de produire des valeurs trop basses et peu réalistes
- En fin de compte, le taux technique de référence calculé avec la formule actuelle devrait être considéré simplement comme un « indicateur général et prudent » du taux technique à déterminer pour une IP
- Selon le scénario économique le plus probable à 10 ans (croissance économique + inflation basse), le taux technique de référence devrait rester au niveau actuel ou augmenter un peu
- Les IP ne devraient donc pas se précipiter pour réduire de manière prononcée leur taux technique (sur la base principalement des attentes de rendement)
- La formule actuelle des taux techniques de référence devrait être remplacée par une formule plus « réaliste » et plus « scientifique »…
- …mais sans monter une « usine à gaz » ou occasionner des coûts directs ou indirects pour les IP

20. Conclusions, pistes de réflexion et propositions (suite)

- L'abandon en novembre 2017 d'une nouvelle formule fondée sur le calcul d'une « valeur maximale spécifique » à chaque IP, la récolte et la publication de ces valeurs par la CSEP nous paraît justifié et raisonnable – parce que trop complexe et trop chère
- Il faudra à l'avenir trouver un équilibre entre :
  - Simplicité et pertinence
  - Critères scientifiques et empiriques
  - Valeurs individualisées (propres à une IP) et valeurs générales (qui s'appliquent à toutes les IP)
  - Coûts réduits pour le calcul du ttr et démarches efficientes (ne pas « monter une usine à gaz »)
- Une collaboration étroite entre les experts en prévoyance professionnelle (CSEP), les groupes professionnels (assureurs, fondations collectives, etc.), les conseillers financiers et la CHSPP paraît indispensable
- Il faut au préalable se mettre d'accord sur les objectifs à atteindre et les principes à appliquer !
- Autant prévoir que les travaux à ce propos risquent de durer encore un peu !

21. Curriculum Vitae

Graziano Lusenti, Ph.D

***Managing Partner*,**
Lusenti Partners LLC, Nyon

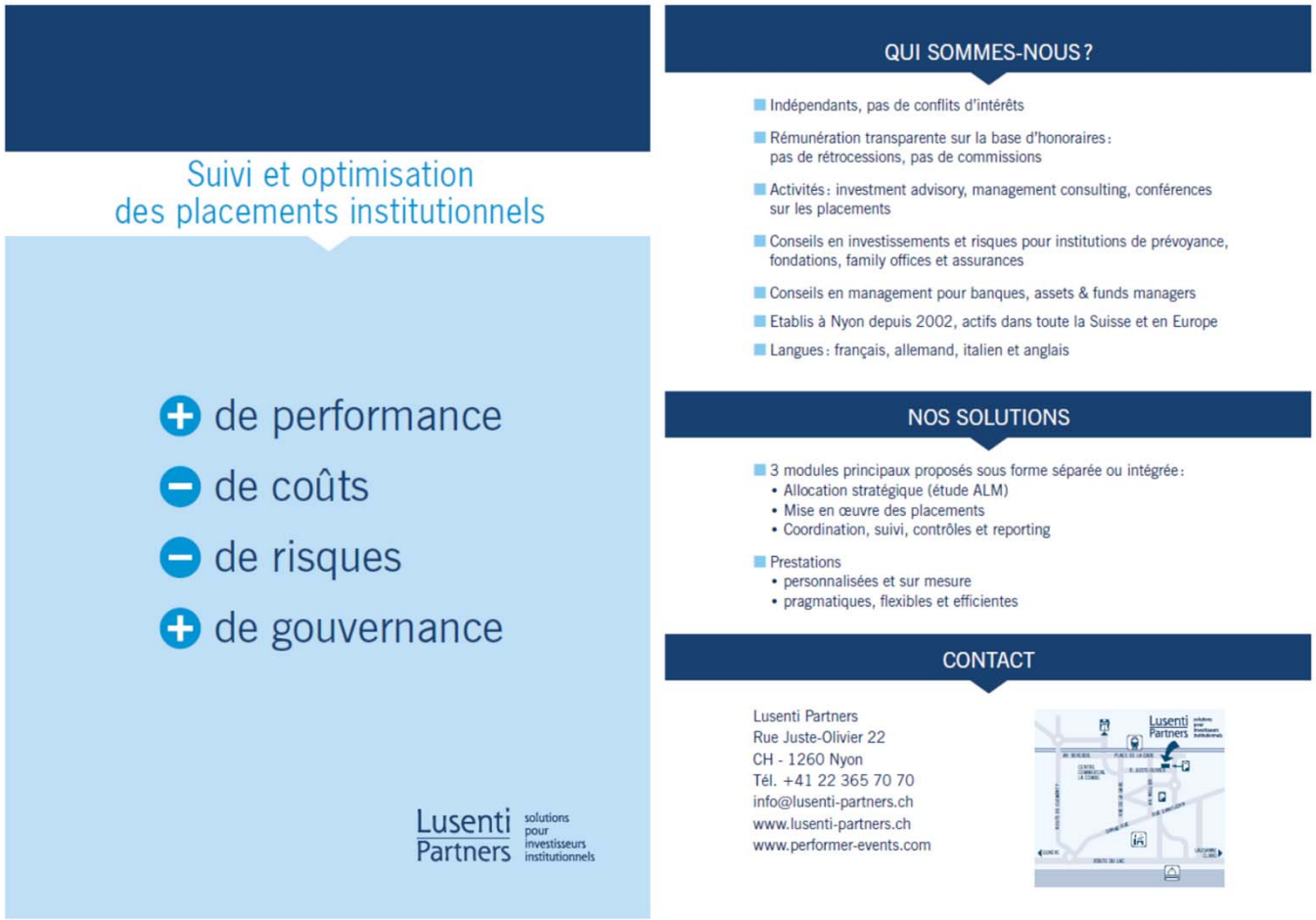
Tél.: +41-22 365 70 71
Email: g.lusenti@lusenti-partners.ch

Graziano Lusenti est titulaire d'un doctorat et d'un diplôme d'études supérieures *(master)* en sciences politiques (relations internationales) de l'Université de Genève (Institut Universitaire de Hautes Etudes Internationales), ainsi que du diplôme fédéral d'expert en assurances de pension. Il a publié une thèse de doctorat sous le titre *Les institutions de prévoyance en Suisse, au Royaume-Uni et en Allemagne fédérale. Placements financiers et politique sociale*. Il est l'auteur de nombreux articles en français, allemand et anglais sur des sujets ayant trait aux placements des investisseurs institutionnels et à la prévoyance professionnelle.

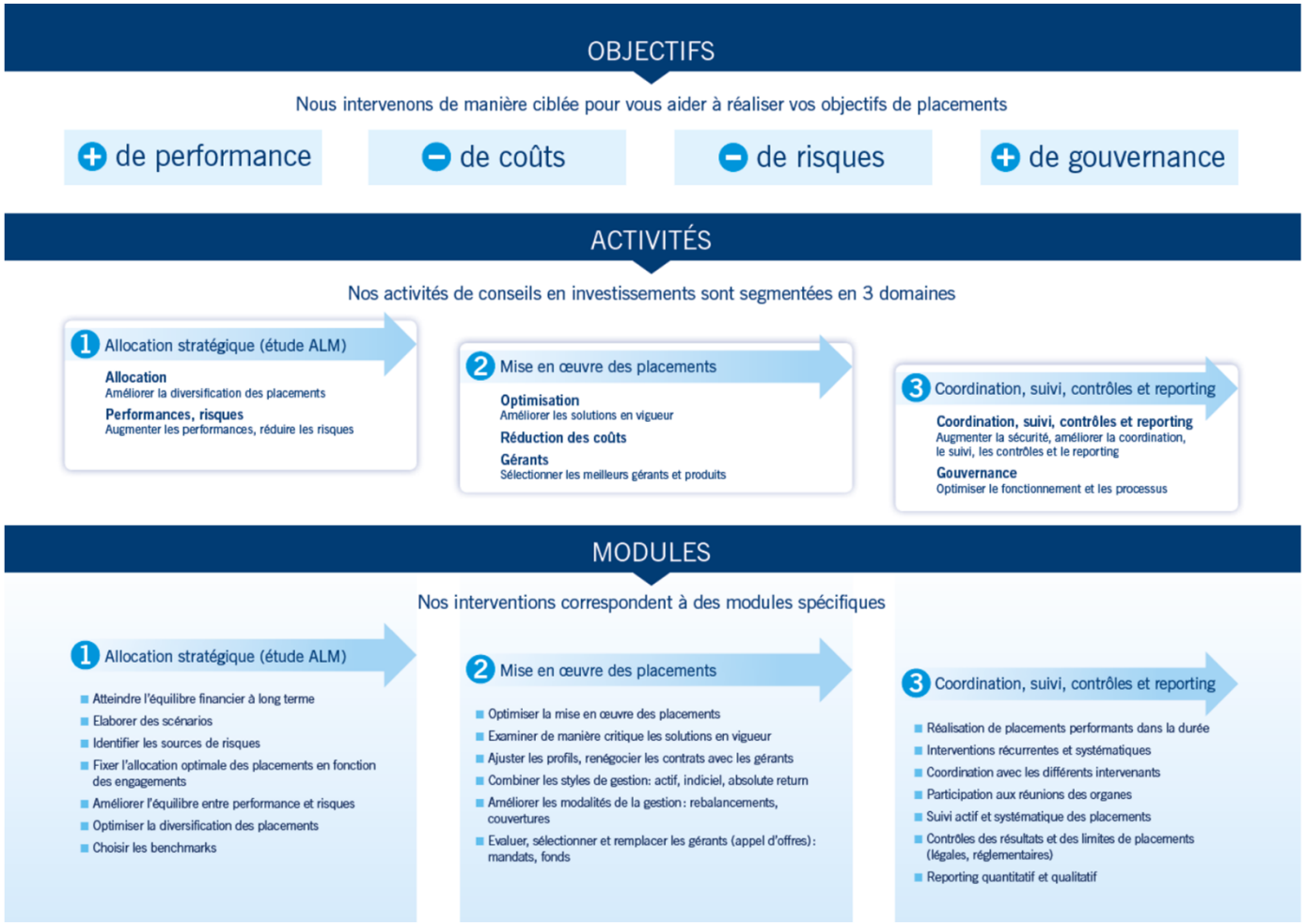
Depuis 2003, il est *Managing Partner* de Lusenti Partners, société établie à Nyon dont il est également le fondateur. Lusenti Partners propose des services de conseils en investissements (*investment advisory*) et des services spécialisés (suivi intégral des placements, études ALM, optimisation de la diversification, sélection de gérants et de produits) pour investisseurs institutionnels, en particulier les caisses de pension.

Précédemment, il était administrateur délégué et directeur général de Robeco (Suisse) SA à Genève et à Zurich et a exercé des fonctions dirigeantes dans le domaine de la banque (Robeco, UBS), de l'assurance-vie (Zurich Assurances) et du conseil pour caisses de pension.

22. Présentation Lusenti Partners



22. Présentation Lusenti Partners



Merci de votre attention

EXPERT suisse