



Loi industrie verte
Enjeux &
opportunités
d'investissement

Sienna 
INVESTMENT MANAGERS

ÉDITO Il est primordial d'emporter l'adhésion des épargnants



PAUL DE LEUSSE,
Directeur général de
Sienna Investment
Managers

« Mobiliser l'épargne des Français au profit du financement de l'économie réelle ». Maintes fois appelée de leurs vœux par les pouvoirs publics, les entreprises, comme les professionnels de l'investissement, cette ambition fut régulièrement déçue. Pourtant, pas à pas, après la création du PEA-PME en 2014, puis la loi Pacte en 2019, qui ont apporté d'utiles pierres à l'édifice, la loi industrie verte devrait lui apporter une contribution majeure.

L'assurance-vie et plus encore le plan d'épargne retraite (PER), dont le succès ne se dément pas, seront à l'avenir de plus en plus privilégiés par les Français dans la perspective de la constitution d'une épargne en vue de la retraite. Aussi, l'ajout d'une dose d'actifs non cotés dans les gestions pilotées de ces véhicules d'investissement, à horizon long voire très long terme, est parfaitement adapté aux besoins des épargnants. Le devoir des acteurs du monde de l'épargne est désormais d'élaborer des solutions d'investissement qui répondent à leurs attentes, de rendement, de risque, de sens et de transparence. Il sera déterminant de savoir combiner différentes stratégies de private equity et de dette privée, qui offriront des rapports rendement-risque et des horizons complémentaires, comme de donner accès au financement d'entreprises innovantes, d'entreprises respectueuses des enjeux du développement durable, voire de projets d'infrastructures d'énergies renouvelables.

Il sera également primordial d'emporter l'adhésion de ces épargnants. La loi industrie verte crée un mécanisme automatique, d'intégration d'une part de non coté dans les gestions pilotées, plus ou moins importante selon le profil choisi. Mais les professionnels de l'épargne ne devront pas faire l'économie d'une démarche pédagogique. Il est essentiel de faire valoir les atouts de ces marchés, mais aussi leurs spécificités, en particulier leur moindre liquidité pour se prémunir d'éventuelles incompréhensions et encourager une démarche active d'investisseur averti. Nous devons partager notre conviction que l'investissement dans les actifs non cotés est une utile source de rendement, complémentaire à l'investissement dans les actifs cotés, mais aussi un prérequis pour assurer un financement autonome de la transition environnementale et de la réindustrialisation en France.

Sensibiliser les épargnants, leur faire découvrir ces nouvelles opportunités de diversification de leurs investissements permettra d'ouvrir de belles perspectives, au-delà même de leur inclusion dans les gestions pilotées. Les particuliers les plus enclins à aller chercher de nouvelles idées d'investissement, qui n'ont pas nécessairement recours aux gestions pilotées, bénéficieront désormais d'une offre de supports bien plus riche, au sein de leurs contrats d'assurance-vie et de leurs PER, du fait de la généralisation des unités de compte dédiées aux actifs non cotés.

La démarche initiée par la loi industrie verte est susceptible de drainer plusieurs dizaines de milliards d'euros de flux de capitaux, au bénéfice d'entreprises qui n'ont aujourd'hui qu'un accès limité aux financements de marché et constituent le tissu de PME et d'ETI dont l'économie française a un besoin crucial.

La France est capable de financer les investissements nécessaires à la transition écologique



YVES PERRIER,
Président de l'Institut
de la finance durable

Réaliser la transition écologique implique d'opérer une révolution industrielle, car il nous faut sortir des énergies fossiles sur lesquelles a été fondé le développement de l'économie au cours des deux derniers siècles. Dans cette perspective, une nouvelle économie politique, fondée sur une responsabilité renouvelée de l'Etat, des entreprises et des citoyens, doit être mise en place.

Nous avons besoin d'un Etat stratège, qui fixe le cap, impulse les politiques publiques pour définir un cadre permettant, d'une part, de décarboner l'économie et, d'autre part, de renforcer la compétitivité et la souveraineté du pays dans le contexte des transformations géopolitiques en cours.

La raison d'être des entreprises doit évoluer, elles ne peuvent plus se limiter à la seule rentabilité financière pour l'actionnaire, mais doivent intégrer l'intérêt de la société et du pays. L'entreprise doit ainsi gérer une nouvelle ressource rare, le CO₂ émis, au même titre que le cash ou les fonds propres. Ce nouveau cadre doit s'appliquer à tous les secteurs, et avec une priorité pour ceux qui ont l'intensité carbone la plus forte.

Les institutions financières vont toutes jouer un rôle majeur dans cette mutation, en allouant le capital nécessaire au financement des investissements, ainsi qu'en incitant les entreprises à adapter leur stratégie.

Les citoyens et épargnants se préoccupent, pour leur part, de plus en plus du comportement des entreprises et recherchent des opportunités d'investissement qui répondent à leurs aspirations, mais aussi à leur démarche de constitution d'une épargne à moyen-long terme. Alors que les investissements nécessaires à la transition climatique en France sont estimés entre 30 et 65 milliards d'euros supplémentaires par an et que l'épargne longue des Français atteint près de 3.200 milliards d'euros, un meilleur fléchage de ces capitaux et en particulier de la collecte nouvelle (plus de 100 milliards d'euros net par an) est crucial. C'est le sens des recommandations de l'Institut de la finance durable, contenues dans le Plan d'actions pour le financement de la transition écologique, publié en mai 2023. Aussi, nous nous félicitons que dans le sillage de la loi industrie verte, une part des souscriptions dans les PER et les contrats d'assurance-vie puissent être mobilisée au profit du financement des entreprises. Il n'est en effet pas nécessaire d'inventer de nouveaux produits d'épargne. L'enjeu est plutôt de mettre l'ensemble de l'épargne financière des ménages au service du financement de la transition.

Si aujourd'hui la part de l'épargne des Français consacrée au financement de la transition écologique est encore faible, les montants et les flux d'épargne sont conséquents et témoignent de la capacité de l'économie française à financer par elle-même les investissements nécessaires à la transition écologique, au cours des prochaines décennies. Les acteurs du marché de l'épargne doivent se saisir de l'opportunité donnée par la loi industrie verte de mieux faire coïncider les besoins de financement des transitions avec les besoins de diversification de leurs placements des épargnants.

Sommaire



Loi industrie verte et ELTIF 2.0 : deux nouveaux leviers de déploiement pour le non coté

ARNAUD JACOULET, Directeur juridique - Listed Assets, Sienna IM

Avec la loi industrie verte, qui flèche une partie des PER en gestion pilotée et des contrats d'assurance-vie vers ces marchés, ainsi que l'entrée en vigueur prochaine du règlement ELTIF 2.0, les actifs non cotés vont bénéficier de deux impulsions majeures.

Après la loi Pacte de 2019, c'est au tour de la loi industrie verte du 23 octobre 2023¹ de flécher une partie de l'épargne au sein de l'épargne retraite et de l'assurance-vie. Elle présente à notre sens le double mérite de servir à la fois l'intérêt du placement long terme et le financement de l'économie réelle. Une opportunité dont les épargnants doivent se saisir pour rechercher une performance en cohérence avec leur horizon de placement.

Les gestions pilotées des PER et de l'assurance-vie s'ouvrent au non coté

Pour mémoire, la loi industrie verte prévoit de flécher une quote-part des gestions pilotées de certains PER et contrats d'assurance-vie² vers des fonds principalement investis en actifs non cotés ou en titres admissibles au PEA-PME. Si la loi met en avant le financement de la transition énergétique et la réindustrialisation, elle n'exige toutefois pas que le non coté et le sous-jacent des fonds soient alloués à ces thématiques. La loi évoque en effet une possibilité minimale d'exposition que les textes d'application entendent rendre obligatoire. Pour les PER, la réforme s'applique aux

trois produits : PER individuel, PER obligatoire, et PER collectif. Tous devront nativement comporter des actifs non cotés. Rappelons que la loi Pacte dont ils sont issus a créé trois profils de PER : prudent horizon retraite, équilibre horizon retraite (profil applicable par défaut) et dynamique horizon retraite. Chacun de ces profils comporte des bornes actifs risqués / actifs non risqués spécifiques à la prise de risque associée et à la date de liquidation du plan, en l'occurrence l'âge de départ à la retraite. L'arrêté prévoit les seuils suivants :

- ▶ Profil prudent et dont la date de rachat du PER n'intervient pas avant un délai 20 ans (départ en retraite) : minimum 6% en actifs non cotés,
 - ▶ Profil équilibre et dont la date de rachat du PER n'intervient pas avant un délai 20 ans (départ en retraite) : minimum 8% en actifs non cotés,
 - ▶ Profil dynamique et dont la date de rachat du PER n'intervient pas avant un délai de 20 ans (départ en retraite) : minimum 12% en actifs non cotés.
- La part des titres (actions ou obligations) de PME ou ETI cotées (moins de 5000 collaborateurs et chiffre d'affaires de 1,5 milliard d'euros maximum ou bilan de 2 milliards maximum) peut repré-

senter jusqu'à 15% des actifs non cotés. Concernant les PER d'entreprise qui respectent les ratios d'investissement en PEA-PME³, les seuils d'investissement en actifs non cotés mentionnés ci-dessus sont réduits de 30%. Enfin, le projet d'arrêté prévoit la faculté d'ajouter un quatrième profil « Offensif Horizon Retraite ». Pour la partie assurantielle, faute d'échéance, sa gestion pilotée n'intègre pas de désensibilisation progressive du portefeuille. Le texte d'application prévoit donc la faculté pour les épargnants de choisir des profils qui comportent du non coté au sein d'un mandat d'arbitrage. Les quotas actés sont les suivants :

- ▶ profils équilibrés : 4 %,
- ▶ profils dynamiques : 8 %.

Les profils prudents ne sont pas concernés.

La loi industrie verte vise l'épargne longue

L'objectif de la loi industrie verte rejoint celui de la constitution d'une épargne longue propre à l'épargne retraite. Aujourd'hui, force est de constater que le paradigme rendement/sécurité/liquidité n'existe plus. La part du capital investissement dans les unités de compte reste marginale à 1,3% des investissements au premier trimestre 2022. Pourtant, le capital investissement tricolore a surperformé les autres classes d'actifs, au cours des dix dernières années, avec un taux de rentabilité interne (TRI) net de 14,2 % par an selon l'étude de France Invest et EY⁴. A cet égard, les épargnants français doivent mieux appréhender le fait que les investissements dans le non coté, par nature long terme, sont plus résilients face aux mouvements de marchés et offrent des perspectives de rendement très attractives. Il est donc impératif de renforcer l'accompagnement des épargnants dans l'adaptation de leurs portefeuilles à cette nouvelle donne.

Les fonds ELTIF 2.0 plus accessibles à la clientèle retail

En parallèle, une autre réforme en cours concerne le règlement européen ELTIF (European Long-Term Investment Fund) sur les fonds européens d'investissement à long terme⁵. Entrées en vigueur le 10 janvier 2024, les évolutions apportées vont dynamiser les investissements européens à long terme dans l'économie réelle. La révision vise en effet à multiplier par dix la taille du marché des ELTIF à horizon de cinq ans⁶. Pour la clientèle retail, elle offre de nouvelles opportunités d'investissement, puisqu'elle supprime les restrictions à l'entrée de ce segment de clientèle (investissement minimal de 10.000 euros et seuil d'exposition de 10% pour les investisseurs de détail dont les

portefeuilles financiers sont inférieurs à 500.000 euros). Les particuliers vont donc avoir accès aux Fonds professionnels de capital-investissement. La loi industrie verte a d'ailleurs élargi l'éligibilité des Fonds d'investissements alternatifs (FIA) labélisés ELTIF et des fonds de capital investissement aux PEA⁷. En contrepartie, la révision accroît les obligations d'information et de conseil à délivrer à l'investisseur. Dans leur proposition de placement en ELTIF, les gestionnaires et distributeurs doivent procéder à l'évaluation de l'adéquation conformément aux dispositions de MIFID II⁸ - et non à un test spécifique. A terme, ELTIF 2.0 va devenir la norme de référence pour l'investissement non coté, offrant un cadre attractif à l'objectif long terme des épargnants. ▶

1. Article 35 de la loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte, JORF n°0247 du 24 octobre 2023- 2. Article L.132-5-4 nouveau du Code des assurances- 3. Article D.137-1 du Code de la sécurité sociale.- 4. www.franceinvest.eu - 5. Règlement (EU) 2023/606 du 15 mars 2023 modifiant le règlement (EU) 2015/760 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme, JOUE 20 mars 2023, L 80.- 6. 11,8 milliards d'euros d'encours en 2022, objectif plus de 100 milliards d'euros en 2027 au niveau européen.- 7. Article 39 de loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte, JORF n°0247 du 24 octobre 2023.- 8. Directive 2014/65/UE du 15 mai 2014 concernant les marchés d'instruments financiers et modifiant la directive 2002/92/CE et la directive 2011/61/UE, JOUE 12 juin 2014, L 173/349.

« Flécher davantage l'épargne vers les petites capitalisations et le non coté, comme le prévoit la loi industrie verte, est une initiative que nous approuvons »



LAURE DELAHOUSSE,
Directrice générale
de l'AFG



GREGORY MIROUX,
Directeur épargne
salariale et retraite
de l'AFG

Quels sont les constats de l'AFG concernant le nécessaire fléchage de l'épargne des Français vers le financement de l'économie ?

L'épargne de long terme a naturellement vocation à financer l'économie, elle doit être davantage encouragée. Les besoins de financement concernent les entreprises de toutes tailles, les entreprises en création, les licornes comme les grands groupes. C'est notre conviction depuis toujours. Cependant en pratique, l'épargnant français finance insuffisamment l'économie car l'immobilier et l'épargne de précaution sécurisée sont privilégiés. Nous ne pouvons pas nous appuyer, comme aux Etats-Unis sur une épargne de très long terme portée par des fonds de pension, investie massivement en actions. C'est un handicap pour la croissance et pour les entreprises qui sont sous valorisées et privées de ces flux de financement, mais il s'agit aussi d'une perte d'opportunité pour les épargnants français, qui auront par exemple très peu bénéficié de la hausse récente des marchés actions. Ces derniers mois, les préconisations des rapports Noyer et Letta ont démontré une prise de conscience, un souhait d'inverser la tendance en relançant l'épargne de long terme, l'investissement dans l'économie européenne. Nous soutenons l'idée défendue par le rapport Noyer d'un nouveau cadre européen en matière d'épargne de long terme centrée sur le financement des entreprises européennes. Dans ce cadre, des produits tels que le PER et le PEA français, le PIR italien ou encore le PPK polo-

nais pourraient s'inscrire dans le cadre d'un label européen. Les incitations fiscales sont également un facteur clé et devront être calibrées avec volontarisme dans chaque Etat membre.

La loi Pacte visait à développer l'épargne de long terme à travers le PER. A-t-elle répondu aux attentes ?

Nous militons depuis longtemps en faveur du PER, créé par la loi Pacte, et nous nous félicitons de son développement, puisque que le PER collectif concerne désormais plus de 3 millions d'épargnants salariés pour un encours de 29,7 milliards d'euros. De plus en plus de TPE et PME sont équipées d'un dispositif d'épargne salariale et/ou retraite : le nombre d'entreprises équipées a ainsi bondi de près de 50 % depuis 2012, à près de 400.000 fin 2023. Quelques ajustements pourraient permettre d'aller plus loin. Les bons réflexes d'épargne doivent être automatisés : des dispositifs de prélèvements automatiques pourraient faire l'objet d'accords au sein des entreprises. En dehors des entreprises, la fiscalité des PER pourrait être davantage adaptée afin de bénéficier au plus grand nombre, au-delà des épargnants les plus imposés. Le traitement des versements volontaires pourrait être amélioré, avec une déduction non seulement à l'entrée mais aussi à la sortie (le prélèvement forfaitaire unique pourrait par exemple être supprimé). L'épargne de long terme doit être rendue plus attractive et la fiscalité est une composante clé pour l'ensemble des épargnants.

La loi industrie verte vise pour sa part plus explicitement à inciter les épargnants à financer l'économie. Etes-vous favorable à cette incitation ?

Flécher davantage l'épargne vers les petites capitalisations et le non coté, dans le cadre de l'épargne salariale et l'assurance-vie, à travers la gestion pilotée, comme le prévoit la loi industrie verte, est une initiative que nous approuvons. Les besoins de financement des entreprises dans le cadre des grandes transitions sont extrêmement importants et l'épargne doit pouvoir être mobilisée dans cette perspective. Par ailleurs, nous souscrivons à ce nouvel objectif qui consiste à donner un accès à un public plus large au capital investissement, dont les rendements sur le long terme sont plus élevés, et à encourager par conséquent une plus grande diversification de leurs placements et des perspectives de valorisation accrues sur le long terme. Cette approche doit s'inscrire dans un mouvement global en faveur de toutes les entreprises, y compris celles qui recourent à la cotation. Les gérants d'actifs contribueront activement à cette initiative, tout particulièrement avec l'évolution du label ELTIF et l'intégration des fonds appliquant ce label dans les différents profils de gestion pilotée.

Le calendrier des mesures

PER et Assurance-vie

L'échéance du fléchage des fonds approche, avec une application le 24 octobre 2024. Le stock de PER et contrats d'assurance-vie existant n'aura pas à se soumettre à cette mesure qui ne concerne que les plans souscrits et les primes versées à compter du 24 octobre prochain.

Fonds européen d'investissement à long terme (ELTIF)

ELTIF 2.0 est entré en vigueur le 10 janvier 2024. La loi française doit être adaptée à certains véhicules de façon à faciliter leur obtention du label ELTIF. A cette fin, l'article 40 de la loi industrie verte a habilité le gouvernement à légiférer par voie d'ordonnance dans un délai de neuf mois. Des textes précisant les modalités d'application de cette réglementation sont également attendus au niveau européen.

L'épargne privée, levier indispensable à la transition énergétique et à la réindustrialisation

XAVIER COLLOT, Managing director - Listed Assets, Sienna IM

En combinant le besoin de financement des acteurs économiques et de la transition environnementale avec la recherche de rendement de l'épargne privée, les évolutions apportées par la loi industrie verte recèlent bien des opportunités.

« Faire de la France la championne de l'industrie verte en Europe ». Pour relever cet objectif ambitieux, la loi industrie verte du 23 octobre 2023¹ entend mettre à contribution l'épargne des Français, en rendant quasiment systématique, dans les gestions pilotées des PER et des contrats d'assurance-vie, une offre en actifs non cotés ou en petites et moyennes capitalisations.

Un stock d'épargne mobilisable

La France connaît un taux d'épargne élevé, à 17,2 % du revenu disponible², contre 14 % en moyenne dans la zone euro. Avec plus de 6 000 milliards d'euros, le patrimoine financier des ménages constitue une formidable réserve pour faire face aux nouveaux défis industriels et écologiques³. La loi industrie verte pourrait avoir un impact significatif sur le financement des entreprises. Pour le PER, ce sont 1 à 2 milliards d'euros qui pourraient être orientés chaque année vers le non coté ou les PME/ETI cotées, selon l'étude d'impact sur le projet de loi relatif à l'industrie verte⁴, qui anticipe aussi que pour l'assurance-vie, les seuls versements supplémentaires pourraient représenter un flux annuel de 1,5 à 3 milliards d'euros en rythme de croisière. Pour sa part, l'Institut de la finance durable estime, dans son Plan d'actions pour le financement de la transition écologique de mai 2023⁵, que l'épargne longue potentiellement mobilisable pour la transition énergétique et écologique représente près de 3 200 milliards d'euros. Surtout, il observe que la forte collecte nette d'épargne privée (plus de 110 milliards d'euros par an) témoigne de la capacité de l'économie française à financer les investissements dans la transition écologique sur les décennies à venir.

Plus que toutes, ce sont les PME et ETI qui ont besoin de financements alternatifs, en fonds propres, via le private equity, et en dette, via la dette privée. Sans accès

aux marchés financiers, aux prises avec les tensions pesant sur le crédit bancaire, elles peinent à financer leur croissance. A grande échelle, le déficit d'ETI accusé par la France (5 600⁶, contre 12 000 en Allemagne, 10 000 en Italie comme en Grande-Bretagne) met en jeu la compétitivité de ses territoires et l'indépendance de ses acteurs économiques. Les investissements privés intermédiés ont, pour les start-ups ou les entreprises familiales qui en bénéficient, un impact fort dans leur trajectoire de croissance.

La responsabilité de la finance dans la durabilité

La finance a un rôle particulier à jouer dans la décarbonation de l'économie, et la gestion d'actifs la responsabilité d'en relever le défi. L'asset management s'est très tôt mobilisé pour faire des enjeux planétaires des thèmes d'investissement prioritaires. Ces derniers bénéficient d'ailleurs d'un intérêt croissant des clients : 75 % des Français sont sensibles à l'impact de leurs placements sur l'environnement⁷. Cependant, cette sensibilité s'est encore trop peu traduite par des décisions d'investissement explicitement destinées au financement de la transition environnementale, de la part des épargnants. Aussi, cette nouvelle incitation réglementaire issue de la loi industrie verte, qui guidera une partie de leur épargne dans cette direction, répond bien à leur souhait. La généralisation des offres en non coté dans les gestions pilotées, en épargne retraite comme en assurance-vie, jouera aussi un rôle pédagogique, qui influencera nécessairement la démarche d'épargne des Français. Dans cette perspective, les gérants d'actifs sauront contribuer à leur démarche en construisant des supports d'épargne adaptés, offrant un accès aux acteurs de la transition environnementale, une bonne diversification dans l'univers du private equity et de la dette privée, ainsi qu'une liquidité suffisante. ➔

Composition de l'épargne financière des ménages

6 186 milliards d'euros (à fin 2023), dont⁸:

Produits de taux :

3 736 milliards, dont principalement :

- Assurance-vie et épargne retraite en euros : 1 483 milliards
- Dépôts bancaires rémunérés : 1 331 milliards
- Numéraire et dépôts à vue : 751 milliards

Produits de fonds propres :

2 380 milliards, dont :

- Actions non cotées et autres participations : 1 363 milliards
- Assurance-vie et épargne retraite en unités de compte* : 489 milliards
- Actions cotées : 377 milliards
- Actions détenues indirectement (OPC) : 151 milliards

*La part des unités de compte a représenté 41 % de la collecte de l'assurance-vie en 2023⁸.

1. Loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte, JORF n°0247 du 24 octobre 2023 - 2. www.fbf.fr - 3. www.pwc.fr - 4. www.legifrance.gouv.fr - 5. www.institutdelafinancedurable.com - 6. www.insee.fr/fr/statistiques/2016091 - 7. www.amf-france.org - 8. www.banque-france.fr - 9. www.franceassureurs.fr

« Nous créons un pont entre la gestion de l'actif général et notre offre d'épargne »



AURÉLIE BAUDHUIN, Directrice des Investissements Malakoff Humanis



OLIVIER DELLA SANTINA, Directeur des marchés sur mesure Malakoff Humanis

Comment appréhendez-vous, au sein de la direction des investissements de Malakoff Humanis, la perspective de l'introduction d'actifs non cotés dans les unités de compte des contrats d'assurance-vie et des PER ?

AURÉLIE BAUDHUIN : Nous souhaitons créer une convergence entre la politique d'investissement de l'actif général et le développement d'une nouvelle offre de produits d'épargne. Il nous paraît plus opportun de partir d'une réflexion sur l'actif général, sur l'existant concernant en particulier les actifs non cotés, pour analyser leurs caractéristiques en termes géographiques, de risque et de transparence. A l'aune de ces critères, nous passons au tamis nos investissements en non coté, afin d'identifier ce qui correspond au mieux aux besoins des épargnants, en nous appuyant sur le cahier des charges élaboré par l'équipe dédiée à l'offre d'épargne de Malakoff Humanis. Nous nous assurons que les fonds que nous retiendrons sont conformes à ce que nous souhaitons, en termes de track record et de politique d'investissement socialement responsable (ISR) en particulier. Nous créons ainsi un pont entre la gestion de l'actif général et notre offre d'épargne, au bénéfice aussi d'une optimisation de la gestion de la liquidité de ces futures unités de compte, car *in fine* c'est bien l'assureur qui devra porter leur liquidité. Ce processus organisationnel, défini dans le sillage de la loi industrie verte, est en cours de mise en place. Nous recrutons d'ailleurs un spécialiste chargé de l'analyse des fonds qui seront intégrés à notre offre d'unités de compte.

Est-ce qu'imposer le non coté dans les grilles de gestion pilotée est la bonne démarche ?

OLIVIER DELLA SANTINA : Quelques acteurs importants de l'univers du private equity ont été, au cours des dernières années, à l'origine de la création d'unités de compte intégrant une part d'actifs non cotés dédiées au marché des particuliers. Mais, ces offres restaient essentiellement

cantonnées à la clientèle de gestion de fortune. La démocratisation du non coté est en marche, mais nous sommes encore loin du compte, même si l'acculturation financière des épargnants français et leur compréhension des risques associés a bien progressé. Ce souhait du régulateur d'imposer, d'une manière mécanique, une exposition aux actifs non coté est plutôt une chance. En effet, pour les épargnants l'ajout d'une dose de non coté au sein de produits d'épargne à détention longue améliorera leur rendement et correspond pleinement aux objectifs d'investissement fixés. De l'autre côté de la chaîne, ces placements seront des capacités de financement supplémentaires, en capital et en dette, pour les acteurs de l'économie qui n'ont pas accès aux marchés de capitaux liquides, et en particulier les jeunes entreprises et celles qui ont des défis importants de développement à adresser. Du côté des produits de l'épargne salariale en particulier, il n'y avait jusque-là pas vraiment de demande de nos clients sur ces univers d'investissement. Les entreprises ont des enjeux relationnels et réputationnels avec leur salariés qui pouvait représenter pour elles un frein. Il est ainsi levé.

« L'ajout d'une dose de non coté au sein de produits d'épargne à détention longue a vraiment du sens »

Quels seront les segments des marchés du non coté à privilégier dans le cadre de cette nouvelle offre d'unités de compte ?

AURÉLIE BAUDHUIN : Le groupe Malakoff Humanis est présent sur ces marchés depuis de nombreuses années et totalise plus de deux milliards d'euros d'encours répartis entre le private equity, le venture capital (capital risque), la dette privée et les infrastructures (en dette et en fonds propres). Ce sont des marchés que nous connaissons bien et auxquels nous avons recours, en tant qu'actifs de performance, soit en tant qu'actifs d'adossement (au passif). Cependant, nous n'avons pas encore complètement tranché la question des typo-

logies de classes d'actifs à proposer aux épargnants. Si le venture capital, par exemple, offre un accès au financement d'entreprises sur l'ensemble du territoire, la courbe en J qui caractérise son rendement, ainsi que son niveau de risque sont des handicaps. La dette privée pour sa part, offre un potentiel de rendement moins élevé, mais aussi un niveau de risque plus faible. Or ce dernier critère restera pour nous majeur.

Quelles sont aujourd'hui vos réflexions concernant l'élaboration de nouvelles offres, dans le sillage de la loi industrie verte ?

OLIVIER DELLA SANTINA : Les assureurs sont tenus de mettre en conformité leurs grilles de gestion pilotée, tout en intégrant la principale contrainte liée à ce type de produits : ils ne sont pas liquides et ne peuvent donc pas être cédés à tout moment. Nous devons donc nous appuyer sur des produits adaptés (partiellement liquides) et nous devons continuer à évaluer ces grilles de gestion dans le temps, afin de bien anticiper les flux en termes de gestion actif-passif. Toute phase de collecte sera en effet suivie un jour par une phase de décollecte naturelle, liée aux sorties progressives des épargnants, et donc de désinvestissement progressif sur ces marchés illiquides. Nous devons pouvoir assurer notre engagement de payer les pensions de retraite de nos assurés sans subir de difficultés liées à la liquidité. Pour ces raisons, ces produits resteront des outils de diversification et de bonification, mais aucun acteur ne prendra de risque trop important... Notre démarche va donc en particulier consister à co-construire avec Sienna IM une nouvelle offre de fonds semi-liquides. Nous serons aussi attentifs à leur diversification en termes de typologie d'actifs (private equity et dette privée), de gestionnaires et de temporalité.

La dette privée en passe d'élargir son périmètre, du monde institutionnel à celui des épargnants

THIBAUT DE SAINT PRIEST, Secrétaire général, Sienna IM

Purement institutionnels à l'origine, il y a une dizaine d'années, les fonds de prêts vont faire leur entrée dans les contrats d'assurance-vie à la faveur de la réforme du règlement ELTIF.

Une dizaine d'années après l'émergence du marché de la dette privée en Europe, il atteint près de 450 milliards de dollars, à fin 2023, contre moins de 100 milliards fin 2013 (selon Prequin). La genèse de ce marché s'est fondée sur la combinaison de plusieurs phénomènes. Alors que les banques représentent environ 70 % des financements des acteurs de l'économie, contre à peine 50 % aux Etats-Unis, elles ont dû revoir la gestion de leur bilan, à partir du début des années 2010, afin de se conformer aux nouvelles règles de Bâle 3 et ainsi prendre bien plus en compte le risque attaché à leurs créances. Dans le même temps, les assureurs, nouvellement soumis à la directive Solvabilité 2, se sont vu imposer des règles plus strictes de calcul de leurs fonds propres au regard de tous leurs actifs risqués. C'est ainsi, que les banques ont diminué leurs expositions au risque corporate, tandis que les assureurs réduisaient leurs expositions aux actifs volatiles,

pour privilégier des actifs moins dépendants de la fluctuation des marchés, leur offrant une charge en capital moindre.

Capter une prime d'illiquidité

L'assèchement des financements bancaires aux entreprises, aux acteurs de l'immobilier ou des infrastructures a conduit à une recherche de financements alternatifs, qui a coïncidé avec une recherche des assureurs d'exposer leurs bilans à des actifs moins volatils et représentatifs des besoins de financement de l'économie. Ces derniers ont donc naturellement réorienté une partie de leurs investissements vers les prêts, afin aussi de capter une prime d'illiquidité, voire de complexité. Ceci d'autant plus que la politique accommodante des banques centrales rendait le crédit bien plus aisé et se traduisait aussi par une baisse très sensible des rendements sur les marchés obligataires.

Les entreprises apprécient ces nouveaux prêteurs

Dans ce contexte, des professionnels des marchés de capitaux, qui avaient observé le mode de fonctionnement du financement de l'économie aux Etats-Unis, ont rejoint le monde de la gestion d'actifs afin de contribuer à la structuration d'un nouveau métier, la gestion de fonds de prêts. La société de gestion d'actifs Acofi Gestion, devenue depuis le pôle dette privée de Sienna IM, s'est d'ailleurs repositionnée dès 2011, des marchés d'actifs cotés vers ce marché d'actifs non cotés. Les entreprises ont pour leur part apprécié de trouver auprès de ces nouveaux prêteurs des interlocuteurs capables de bien appréhender leurs enjeux et de faire preuve d'agilité pour répondre très vite à leurs besoins de financement. Un nouvel écosystème s'est installé, les banques elles-mêmes, qui restent les premiers financeurs de l'économie en Europe, appréciant la complémentarité des

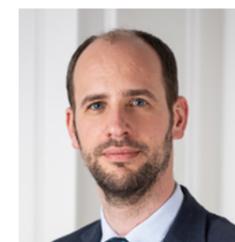
fonds de prêts, dans le cadre d'une évolution de leur business model privilégiant les commissions d'intermédiation sur les marges d'intérêt, à travers la syndication de leurs prêts. Un phénomène complémentaire a donné une impulsion aux fonds de prêts : la fermeture du marché de la titrisation, très décrié dans le sillage de la crise financière de la fin des années 2000. Les fonds de prêts se sont ainsi substitués à la titrisation classique, avec un principe comparable, la constitution d'un portefeuille de prêts, mais sans le mécanisme du « tranchage », qui consistait à proposer différents niveaux de rapport rendement-risque. Essentiellement institutionnel, le marché de la dette privée engage désormais une profonde transformation : son ouverture à la clientèle retail. Le recul des rendements des actifs les plus liquides, des fonds en

euros des contrats d'assurance-vie en particulier, doivent convaincre les épargnants qu'il n'y a désormais plus de rendement sans risque. L'émergence du non coté, des actifs réels, dans les contrats d'assurance-vie, encouragée par la loi Pacte, s'est d'abord illustrée par la création d'unités de compte dédiées à l'immobilier ou au private equity. Le législateur n'avait alors, en 2019, pas prévu de donner la même place à la dette privée, n'ayant pas encore pris conscience de son rôle grandissant. Ce sera bientôt chose faite, grâce à la révision du régime des fonds européens d'investissement à long terme (ELTIF 2.0), qui devrait permettre aux fonds de prêts de bénéficier de cette labellisation, et en conséquence d'accéder progressivement aux contrats d'assurance-vie et plus largement aux portefeuilles des investisseurs privés.

Une stratégie d'impact

Dans le cadre d'une démarche d'investisseur responsable, les épargnants pourront aussi être sensibles à la capacité du gérant de fonds de dette privée de mettre en œuvre une stratégie d'impact, fondée sur un lien direct avec les entreprises emprunteuses. Il pourra en effet inviter ces entreprises à prendre des engagements sociétaux et environnementaux. Des « covenants » (des clauses d'impact) définiront des objectifs à réaliser et leur atteinte se traduira par une baisse de la marge d'intérêt, de quelques dizaines de points de base, tandis que leur non-atteinte pourra conduire à une hausse. ➤

« L'enjeu est de permettre à ces produits d'être référencés, afin d'offrir le choix aux épargnants d'investir ou non en non coté »



ALEXIS DUPONT
Directeur général
de France Invest

privée, de l'infrastructure, du secondaire et des fonds « evergreen » (perpétuels) dotés de fenêtres de liquidité. La demande des épargnants pour des placements tangibles, pour l'investissement dans l'économie réelle, pour une recherche de sens mais aussi de rendement a pris de l'ampleur. Hors fonds fiscaux (FIP et FCPI), les fonds d'actifs non cotés ont collecté, en 2023, deux milliards d'euros auprès des particuliers (non professionnels) français, dont plus des trois-quarts (76 %) via des contrats d'assurance-vie en unités de compte, selon une étude que vient de publier France Invest, en partenariat avec Quantalys.

modestes, cette clientèle restera un moteur auxiliaire par rapport à la clientèle institutionnelle.

En parallèle, quelles démarches les acteurs du private equity doivent-ils initier pour répondre aux besoins de ces épargnants ?

Le secteur a beaucoup muri et un grand nombre d'acteurs du private equity ont développé des offres multi-expertises, multi-stratégies à destination des investisseurs institutionnels. Ils pourront s'appuyer sur cette offre institution-

nelle, pour créer des offres retail. En outre, travailler directement avec les épargnants oblige à faire preuve de beaucoup de pédagogie, afin de bien expliquer la liquidité et les risques spécifiques au non coté. Notre profession doit délivrer, à travers les réseaux de distribution, une information claire, exacte et précise qui permette de bien appréhender des notions techniques, telles que le principe de la courbe en J, sur de nombreux sujets du fait de la grande diversité de la classe d'actifs.

Une période d'évangélisation s'ouvre

GILLES GUÉRIN, Gérant actifs privés, Sienna Investment Managers

L'accès au non coté pour les épargnants passe par des mécanismes de gestion de la liquidité. Et la capacité à contribuer à la transition environnementale doit être mise en valeur.

30 % des encours, la constitution d'un portefeuille de fonds (de private equity, de dette privée et d'infrastructures), plutôt que de titres en direct et le recours à un véhicule perpétuel (un fonds « evergreen »).

Une approche multi-gérants et multi-stratégies

La multigestion présente de nombreux avantages. Elle permet de donner accès aux épargnants à un ensemble diversifié de stratégies (LBO, capital développement, capital-risque, dette privée corporate, dette privée infrastructures, par exemple) et de profils de gérants (grands acteurs installés et gérants spécialisés), qui investissent sur des deals, des projets de plus ou moins

grandes tailles, locaux ou internationaux. L'avantage aussi est de bénéficier à travers ces différents gérants d'un étalement des appels de fonds et des versements, toujours dans une perspective de gestion de la liquidité. Enfin, le véhicule evergreen permet aux épargnants d'investir au fil du temps, et donc d'avoir une vraie diversification sur les millésimes des fonds, mais aussi, du fait de son caractère perpétuel, de bénéficier de la capitalisation des distributions.

Ces nouvelles offres permettront aux particuliers de se familiariser progressivement avec l'investissement en non coté, de mieux appréhender la logique de la présence d'une poche dédiée à ces classes

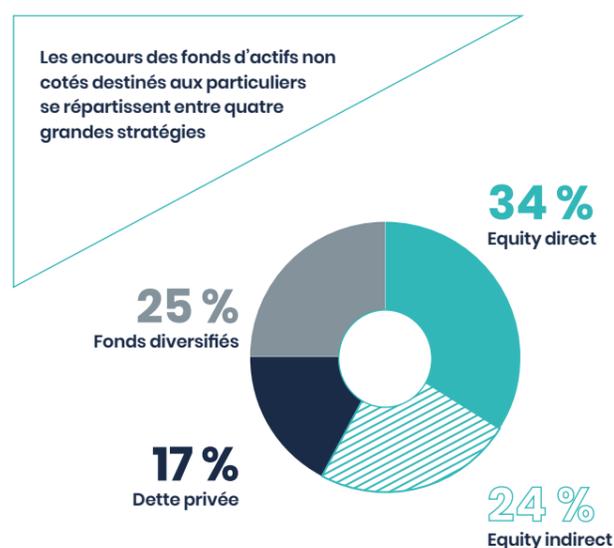
d'actifs dans une gestion profilée. Une période d'évangélisation s'ouvre. Elle s'appuiera sur la vocation de financement de l'économie réelle du non coté, en particulier en sélectionnant des fonds investissant dans des sociétés visant à vivre mieux et à produire mieux ou favorisant la transition environnementale. La capacité d'un fonds à accompagner plus particulièrement des entreprises qui contribuent à la décarbonation de l'économie devra d'ailleurs être un point d'attention dans la démarche de sélection des gérants. Et ces participations devront être mises en valeur pour témoigner de l'impact de ces stratégies d'investissement.

Quels constats avez-vous faits concernant l'évolution de l'accès au private equity des particuliers ?

Les particuliers ont accès au private equity depuis de nombreuses années, mais il était très lié à des avantages fiscaux. Plus récemment, la participation des particuliers fortunés, d'entrepreneurs qui ont été eux-mêmes accompagnés par le capital investissement est montée en puissance. Mais la loi Pacte puis la loi industrie verte présentent de vraies avancées, en élargissant aux épargnants l'accès au non coté, à travers l'assurance-vie et l'épargne retraite. Les tickets d'entrée ont été réduits, les distributeurs de produits d'épargne ont pris des initiatives pour favoriser ce mouvement, de nouvelles offres ont fait leur apparition : des produits hybrides combinant du private equity, de la dette

Qu'attendez-vous de la loi industrie verte qui permettra de faire une place au non coté dans les contrats d'assurance-vie et les PER ?

Donner au non coté une place dans les gammes de supports d'épargne était nécessaire, pour inciter à débloquer la situation sur un marché de l'épargne où la liquidité est privilégiée. L'enjeu est d'abord de permettre à ces produits d'être référencés, afin d'offrir le choix aux épargnants d'investir ou non en non coté. Il s'agit d'un enjeu d'égalité des chances pour les épargnants, car alors que le non coté représente 30 % des portefeuilles des family offices, il restait très peu accessible aux épargnants. Il faut réduire cette asymétrie d'accès. Pour les fonds, les montants resteront cependant



Source : Etude France Invest – Quantalys

Les acteurs de l'assurance bien décidés à enrichir leurs offres

Même si des interrogations se font jour, les professionnels interrogés dans le cadre de notre enquête se préparent bien à faire une place à de nouvelles offres en actifs non cotés.



ANTHONY SALIC,
Associé fondateur du cabinet YCE Partners

La perception par les acteurs du monde de l'assurance des conséquences de la mise en œuvre de la loi industrie verte est globalement positive (ie. 61 % des acteurs considèrent que les objectifs de la loi industrie verte seront atteints). Ils considèrent majoritairement qu'elle incitera à enrichir les offres, notamment sur le non coté, selon l'enquête que nous venons de réaliser auprès de plusieurs dizaines de banquiers, assureurs, institutions de prévoyance et courtiers, en partenariat avec Sienna Investment Managers. En termes d'allocation, la pondération adéquate concernant le non coté devrait être, pour un profil équilibré à horizon 15 ans par exemple, de l'ordre de 5-8 %. Ils en attendent d'ailleurs un rendement additionnel, puisque la majorité d'entre eux anticipent, pour le private equity en particulier, un rendement annuel net de frais de 5 à 10 %, voire même de plus de 10 % pour un tiers d'entre eux. Ils jugent également que cette initiative jouera bien un rôle dans le financement de la transition énergétique, ce qui est l'objectif affiché de la loi industrie verte. Plus spécifiquement, ils se disent aussi satisfaits de l'incitation à transférer des contrats article 83 sur des PER obligatoires. Cependant, parmi les freins à la mise en œuvre de ces nouvelles dispositions, les professionnels de l'assu-

rance identifient un risque d'illiquidité et le coût du portage de la liquidité. Les sorties exceptionnelles anticipées, liées à un décès ou à l'achat de la résidence principale par exemple, pourraient engendrer des risques d'illiquidité. Elles nécessiteront à ce titre de répondre à des enjeux opérationnels, de faire évoluer les systèmes d'information.

Un relais de développement, via la loi industrie verte, en questionnement à ce stade

Sur certaines thématiques, les acteurs du marché affichent néanmoins une perception mitigée à ce stade. Ils ne perçoivent en effet pas encore la loi industrie verte comme un fort levier de développement pour accroître la distribution de leurs produits d'épargne (assurance vie et épargne retraite). Les sondés opèrent une distinction entre les produits collectifs et les produits individuels : seulement un tiers d'entre eux considèrent les premiers comme pouvant être des relais de croissance, contre 56% pour les seconds. En outre, la création d'un nouveau profil offensif au sein des PER ne paraît pas pouvoir répondre à une véritable demande, les souscripteurs les plus avertis lui préférant sans doute la gestion libre. L'opinion exprimée par les courtiers concernant leur potentiel de développement est

bien plus optimiste que celle exprimée par les assureurs.

Un vrai levier de différenciation, au service d'un renfort du devoir de conseil des acteurs

La mise à jour des offres pourrait représenter cependant un vrai levier de différenciation dans un possible contexte d'homogénéisation progressive des solutions d'épargne. La création de fonds thématiques (transition énergétique ou infrastructures, par exemple), l'ajout de services d'ingénierie patrimoniale, le renforcement du rôle de conseil en réponse à la complexification des offres en épargne retraite ou aussi le développement de la souscription digitale, afin d'optimiser les processus de souscription et la gestion de la vie du contrat sont autant d'initiatives à même de permettre de se démarquer. Toutes ces démarches, qui viseront des typologies de clientèles différentes, seront très complémentaires.

L'impact de la loi industrie verte sera d'autant plus fort que, pour la majorité des établissements, l'intégration du non coté dans les catalogues d'unités de compte sera une nouveauté. De nouvelles stratégies d'investissement devront être analysées, de nouveaux partenariats devront être noués, puis les réseaux de distribution devront être formés et les politiques marketing devront être adaptées.

L'expérience récente de la mise en œuvre de la loi Pacte permet d'être relativement optimiste. Elle avait en effet donné lieu en 2020 à de nombreux transferts d'anciens produits vers les nouvelles offres, donc de stocks d'épargne (et non juste de flux). Le phénomène avait d'abord concerné les contrats individuels, puis les contrats collectifs et les objectifs initiaux ont ainsi été dépassés. L'enjeu sera d'assurer à l'avenir une diffusion non seulement dans l'univers des ETI mais aussi dans celui des PME et TPE, lesquelles représentent environ 80 % du tissu économique national.

« Les sociétés de gestion devront faire comprendre pourquoi le non coté a du sens »



VINCENT DUBOIS,
Président de DLPK

Comment a évolué l'appétit des investisseurs privés pour le non coté au cours des dernières années ?

La construction de nouveaux produits d'actifs non cotés, private equity et dette privée, depuis cinq ou six ans, a permis un début de démocratisation de ces classes d'actifs. Leur compréhension par les clients finaux s'est améliorée et surtout quelques grands noms du private equity leur ont donné une nouvelle visibilité. Mais son accessibilité dans le cadre de l'assurance-vie reste limitée, car les assureurs doivent assurer leur liquidité et ne peuvent ainsi pas se permettre d'en ouvrir largement l'accès. La taille des enveloppes dédiées aux actifs non cotés reste donc restreinte. Aussi, il est nécessaire d'adapter ces produits aux contraintes du marché retail, et l'idée de Sienna IM d'intégrer le besoin de liquidité au sein même d'un fonds « evergreen » (perpétuel) en introduisant une poche de liquidité est une réponse très pertinente.

Jugez-vous opportun d'imposer une allocation en non coté aux épargnants ?

Rendre cette allocation automatique au sein des gestions pilotées et des mandats proposés par les assureurs et diriger l'épargne vers le financement des entreprises, en particulier celles qui se transforment, sont de bonnes idées. Même s'il aurait été préférable de privilégier la carotte sur le bâton...

Anticipez-vous un bon développement de ces offres ?

Investir en non coté nécessite de bénéficier d'un horizon long terme, aussi le potentiel de développement de ces offres est plus fort sur l'épargne retraite, voire sur l'épargne salariale, que sur l'assurance-vie, et ceci d'autant plus que les épargnants ont plus systématiquement recours à la gestion pilotée dans le cadre de leur épargne retraite. En outre, le souhait de donner du sens à son épargne s'exprime aussi plutôt dans l'univers de l'épargne salariale et retraite. Les sociétés de gestion devront d'ailleurs répondre à ce souhait des épargnants à travers des démarches plus pédagogiques : elles doivent faire comprendre pourquoi le non coté a du sens, quelle est son utilité et ce qui justifie de financer tel ou tel type d'entreprise.

Une approche « bas carbone » des marchés actions

FRANÇOIS DOSSOU, Directeur de la gestion actions, Sienna IM

Une stratégie d'investissement qui consiste à identifier les entreprises capables de mettre en œuvre une trajectoire de décarbonation efficace.

La dynamique de réduction de l'intensité carbone d'une entreprise est un facteur clé de sa stratégie de transition énergétique. Analyser et sélectionner les entreprises à travers ce prisme permet de bien identifier les « bons élèves » et contribue à encourager les groupes cotés à améliorer leurs pratiques.

Une stratégie d'investissement « bas carbone » n'a pas pour objectif de se limiter à identifier les entreprises les plus faiblement émettrices. L'enjeu de décarbonation de l'économie passe à l'inverse d'abord par la décarbonation des activités les plus « carbo-intensives ». La démarche est structurellement multisectorielle. Les investisseurs ne doivent pas se détourner a priori de ces secteurs, qui ont nécessairement une utilité dans notre société. Mais ils doivent se montrer exigeants, jouer leur rôle d'actionnaires responsables et écarter les acteurs dont la stratégie de décarbonation n'est pas suffisamment avancée. En amont cependant, des entreprises dont le modèle économique est incompatible avec un objectif de décarbonation, en particulier du fait de l'importance de leurs activités dans la production de charbon et de pétrole non-conventionnels, sont à écarter.

Des objectifs ambitieux et crédibles

L'approche, d'abord quantitative, repose sur l'analyse de l'intensité carbone d'une entreprise le nombre de tonnes de CO₂ par million de chiffres d'affaires. A cette évaluation, fondée sur des résultats passés, s'ajoute une analyse de la trajectoire de décarbonation annoncée, à travers des objectifs. L'ambition de ces objectifs, et leur crédibilité, sont déterminants. Ils sont d'autant plus crédibles s'ils sont validés par l'initiative Science Based Targets (SBTi), qui vise à s'assurer de l'adéquation des objectifs de réduction des gaz à effet de serre des entreprises avec les données des sciences du climat et de leur

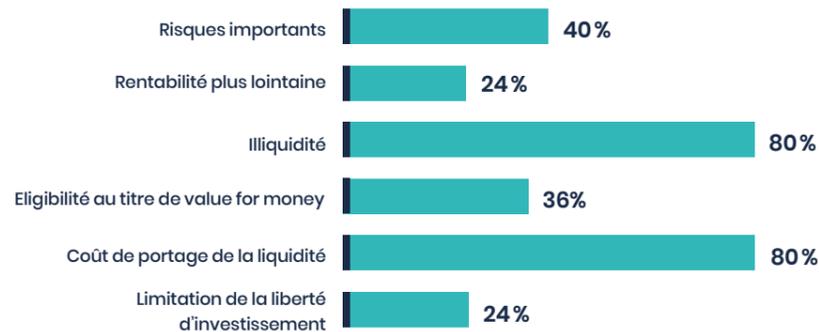
compatibilité avec l'objectif de 1,5 °C de réchauffement maximum issu de l'Accord de Paris. Un indicateur très éclairant est en particulier l'importance des investissements (Capex) d'une entreprise réalisés à des fins de réduction de l'intensité carbone de son activité.

Se prémunir contre la remise en cause de son modèle économique

Dans le cadre d'une gestion de portefeuille active, l'analyse de la dynamique de réduction des émissions carbone des entreprises du portefeuille est essentielle, et dans ce contexte elle consiste à s'assurer que les objectifs sont bien tenus ! Les différentes étapes de la feuille de route sont scrutées, afin de juger si la trajectoire de décarbonation est bien conforme aux engagements. Elle est aussi jugée au regard de celles des acteurs d'un même secteur et une décision de désinvestissement peut être prise, si une autre entreprise du même univers parvient à combiner une politique plus offensive dans ce domaine avec des résultats financiers de qualité. Le gérant cherchera en effet à améliorer chaque année l'intensité carbone de son portefeuille, tout en offrant une performance satisfaisante aux investisseurs finaux, en ligne voire supérieure à celle des marchés actions européens. Au-delà de notre conviction à l'origine de nos choix d'investissements, nous avons montré que cette stratégie en faveur de la décarbonation de l'économie privilégiant les entreprises les plus actives dans la prise en compte des enjeux climatiques est créatrice de valeur. A l'inverse, les entreprises les plus passives ne seront pas armées pour affronter les évolutions réglementaires, ni non plus les risques induits par le changement climatique, et verront leur modèle économique remis en cause.

Atteinte des objectifs de la loi industrie verte

Quels sont les principaux obstacles qui pourraient freiner l'atteinte de ces objectifs selon vous ?



Source : Enquête loi industrie verte (YCE Partners, Sienna IM)

La nécessaire décarbonation des immeubles implique d'importants investissements

MATTHIEU DE BEAUVAIS, Head of Real Estate Funds, & SAMY BCHIR, Chief Investment Officer - Real Estate, Sienna IM

Les investisseurs ayant les compétences et la capacité à déployer ces stratégies peuvent faire la différence et créer de la valeur.

Le besoin de décarbonation de l'ensemble de leurs portefeuilles prend une importance grandissante pour les investisseurs institutionnels. Or, le bâtiment et le secteur de la construction de bâtiments représente 37% des émissions mondiales de CO₂. Agir sur leurs actifs immobiliers représente un levier majeur pour leur plan de décarbonation. Par ailleurs, les propriétaires qui n'entament pas cette démarche prennent le risque de ne plus répondre aux exigences des utilisateurs, qui sont eux-mêmes de plus en plus attentifs à la réduction de leur empreinte carbone. Par conséquent, les immeubles qui n'effectuent pas leur mutation carbone deviendront à plus ou moins long terme des actifs illiquides.

Une tendance de fond qui touche aussi les utilisateurs

L'équation est plus ou moins compliquée selon le type de bien et la localisation des biens. Nous n'arrivons pas à rentabiliser de lourds travaux de rénovation sur des actifs de bureaux situés en périphérie des villes, car les valeurs métriques y sont souvent faibles. A l'inverse, les quartiers centraux le permettent plus facilement. D'abord, l'appétit des utilisateurs, en particulier des grandes entreprises, pour la centralité est beaucoup plus important que dans le passé. De plus, ils exigent des labellisations attestant du respect des meilleurs standards environnementaux. Les investisseurs pourront en conséquence déployer des stratégies de moyen-long terme visant à décarboner des immeubles bénéficiant de localisations attractives. La décarbonation des immeubles est aussi une bonne occasion pour effectuer des travaux permettant de les adapter aux nouveaux modes de travail : nous augmentons ainsi la flexibilité d'utilisation d'un immeuble, afin de favoriser les échanges entre collaborateurs et nous améliorons l'expérience utilisateur (services, fitness, espaces extérieurs...). Cette approche est d'autant plus créatrice de valeur qu'elle assure une re-

valorisation des loyers couplée à un très faible taux de vacance.

Définir un plan de décarbonation

En amont d'une acquisition d'immeuble, un plan de décarbonation devra être élaboré en prenant en compte, au regard de loyers cibles attendus, les nombreux travaux à réaliser pour réduire son empreinte carbone : isolation, chauffage, climatisation, éclairage, énergies utilisées ou produites sur site... Ce plan de décarbonation pourra se répartir sur plusieurs années. Il nécessite une connaissance approfondie des immeubles existants et des travaux, ainsi que de bonnes compétences en repo-

sitionnement. L'objectif de zéro émission nette d'ici 2050 nécessitera souvent de très lourds investissements pour les détenteurs d'actifs immobiliers, au risque de subir de sévères dévalorisations, car le marché distinguera de plus en plus les biens « verts » des biens « bruns ». Cette perspective incite à être très sélectif, mais aussi à saisir des opportunités qui passeront par l'investissement ou le financement de plans de décarbonation d'immeubles, susceptible d'être fortement créateur de valeur. ➔

Présentation de la méthodologie CRREM : www.crrem.org

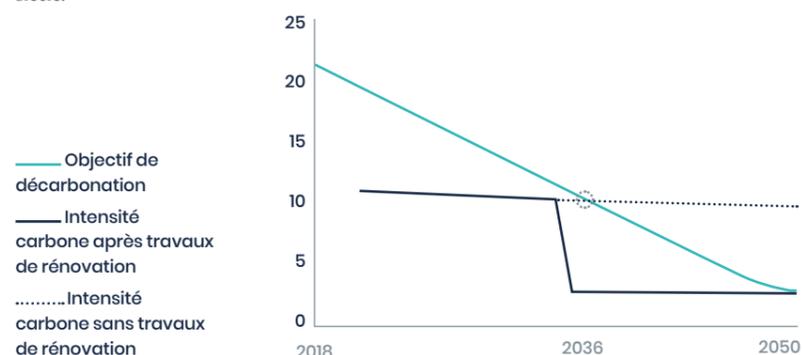
Un outil de suivi de la décarbonation des immeubles

L'outil Carbon Risk Real Estate Monitor (CRREM), est un outil permettant de positionner un immeuble en termes d'émissions carbone par rapport à la trajectoire de décarbonation à suivre pour atteindre les objectifs de l'Accord de Paris. CRREM a publié des trajectoires de décarbonation par pays et par type d'immeuble, qui traduisent les ambitions pour limiter le réchauffement climatique à 1,5°C d'ici la fin du siècle.

La courbe turquoise présente les objectifs de décarbonation découlant des ambitions de l'Accord de Paris pour le type d'immeuble concerné (dans cet exemple : bureaux) dans le pays dans lequel il est situé (dans cet exemple : France).

La courbe noire présente l'intensité carbone d'un immeuble. Des travaux sont programmés en 2035 pour baisser ses émissions à 3 kgCO₂e/m²/an, lui permettant d'être en ligne avec les objectifs de décarbonation jusqu'en 2050.

Exemple de courbe positionnant un immeuble (en Kg de CO₂e / m² / an)



Les labels ont acquis un rôle déterminant pour doper l'investissement responsable

JEAN-MARIE PÉAN, Directeur de la finance responsable - Listed Assets, Sienna IM

La loi industrie verte accélère la mobilisation de l'épargne vers le financement de la transition énergétique. En généralisant la référence à des labels d'Etat dans les contrats d'assurance-vie, ce texte renforce le rôle de ces normes dans le développement de la finance durable.

La Loi industrie verte du 24 octobre 2023¹ a entre autres pour ambition de renforcer le fléchage des investissements des assureurs vers des supports durables. C'est pourquoi, depuis le 1^{er} janvier 2024, les contrats d'assurance-vie doivent proposer pour chaque label reconnu par l'Etat au moins une unité de compte constituée d'actifs ayant obtenu ce label.

La loi industrie verte s'appuie sur les labels pour mobiliser les financements privés

La décarbonation appelle des investissements d'ampleur. A l'horizon 2030, le coût annuel des investissements supplémentaires à réaliser a été chiffré à 67 milliards d'euros par le rapport Pisani-Mafouz². Si des financements publics sont nécessaires, l'Etat compte sur l'effort des acteurs économiques. L'assurance-vie, qui affiche un encours record de 1961 milliards d'euros à fin avril 2024³, offre à cet égard des perspectives attractives. Pour mieux mobiliser cette manne en faveur de l'industrie verte, le législateur s'appuie sur les labels officiels. Un décret de décembre 2023 fixe la liste des labels reconnus pour le fléchage des capitaux vers les unités de compte responsables⁴. Cette liste compte pour l'instant deux labels⁵ : le label « Investissement socialement responsable » (ISR) et le label « France finance verte » ou *Greenfin*. Elle pourra être complétée par la suite.

Le nouveau rôle donné aux labels

Ces deux labels ont été récemment révisés. Le label ISR permet d'identifier des supports d'épargne intégrant dans leur gestion des critères extra-financiers environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG). Son nouveau référentiel

est entré en vigueur le 1^{er} mars 2024. Les stratégies climatiques de tous les émetteurs doivent faire l'objet d'une évaluation mais certains font l'objet d'une surveillance renforcée. Dès 2026, les seuils suivants doivent être respectés :

— 15 % des entreprises très émissives doivent être dotées de plan de transition climatique crédible vis-à-vis des objectifs fixés par l'Accord de Paris ;

— 20 % d'entre elles devront faire l'objet d'un acte d'engagement de la part de la société de gestion d'une durée maximale de trois ans afin de les mener vers un plan de transition crédible.

En outre, depuis mars 2024, les fonds ISR doivent exclure les entreprises qui exploitent du charbon ou des hydrocarbures (pétrole et gaz) non conventionnels, qui lancent de nouveaux projets d'exploration, d'extraction, de raffinage d'hydrocarbures. Il en est de même pour les entreprises qui produisent de l'électricité et dont l'intensité carbone de l'activité de production d'électricité n'est pas compatible avec les objectifs de l'Accord de Paris.

Pour s'ajuster à la taxonomie verte européenne, le nouveau référentiel du label *Greenfin* de janvier 2024, quant à lui, n'impose plus dans les fonds labellisés l'exclusion de la filière du nucléaire.

La démarche de labellisation de Sienna IM

Prendre en compte les impacts sociaux et environnementaux crée de la valeur. C'est avec cette conviction forte que nous avons bâti notre approche d'investissement responsable. La robustesse de notre process ISR est reconnue par l'obtention de labels. Au 31 décembre 2023, dix-neuf de nos fonds étaient labellisés ISR (14,7 milliards d'euros d'encours) et un de nos fonds était labellisé *Greenfin* (364 millions d'euros d'encours). A nos yeux, la labellisation est un facteur d'harmonisation et de simplification pour les investisseurs. ➔

Sienna IM s'engage dans un parcours Net Zero

Pour Sienna IM, la gestion responsable est concrète et globale. Elle se décline au quotidien dans l'ensemble de nos stratégies d'investissement, sur toutes les classes d'actifs. C'est pourquoi Sienna IM a annoncé en mars dernier son engagement dans l'initiative Science Based Targets (SBTi), un processus permettant de réduire au maximum les émissions de gaz à effet de serre (GES) des activités d'une entreprise, sur toute la chaîne de valeur (Norme Net Zero). Issue d'un partenariat entre le Global Compact des Nations Unies, le WWF, le Carbon Disclosure Project (CDP) et le World Resources Institute, l'initiative SBTi accompagne les entreprises dans la définition de leur objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre aligné sur les préconisations scientifiques. Adopter ces standards exigeants nous permettra de réduire plus rapidement l'empreinte carbone de notre entreprise d'une part, mais également de nos portefeuilles, conformément aux dernières données scientifiques sur le climat.

1. Article 32 de la loi n° 2023-973 du 23 octobre 2023 relative à l'industrie verte, JORF n°0247 du 24 octobre 2023. 2. France Stratégie, Les incidences économiques de l'action pour le climat, mai 2023, p. 112. 3. www.franceassureurs.fr 4. Décret n° 2023-1180 du 13 décembre 2023, JORF n°0290 du 15 décembre 2023. 5. Article D. 131-15 du Code des assurances.

Obligations vertes : un marché mature en pleine diversification

THOMAS BRULAT-AULAN, Directeur de la gestion taux, Sienna IM

Des énergies renouvelables au transport maritime, les projets développés par les émetteurs de « green bonds » présentent des profils très variés.

Le marché des obligations vertes a beaucoup mûri et désormais la quasi-totalité des émissions respectent les Green bonds principes (GBP). Il revient cependant à l'investisseur de se forger une opinion sur la conformité d'une émission à ces principes. Souscrire une obligation verte revient à financer un ensemble de projets, définis par son émetteur. La qualité de ces projets est analysée sur leurs aspects financiers (la fiabilité de leur modèle économique) et extra-financiers (leurs bénéfices environnementaux). Mais les projets ne sont pas jugés d'une manière isolée. L'appréciation de l'opportunité d'investir se fonde sur la trajectoire de décarbonation de l'émetteur, sur l'évolution de ses investissements dans cette perspective : ses émissions doivent correspondre à une véritable stratégie globale de décarbonation.

La maturité de ce marché s'illustre aussi par sa plus grande diversité sectorielle. Il était à l'origine très concentré sur les émetteurs souverains et organismes publics, ainsi que les banques et les utilities, en particulier concernant des projets d'énergies renouvelables. Il s'est depuis beaucoup ouvert aux secteurs immobilier, industriel et des transports, qui font face à de cruciaux enjeux de décarbonation de leurs activités. Ils

donnent l'occasion de financer, par exemple, des projets de rénovation de passerelles thermiques, dans le domaine immobilier, ou de création de flottes à hydrogène, dans le domaine du transport maritime. En tant qu'investisseur, il est fondamental de constituer un portefeuille d'obligations vertes diversifié : l'objectif est d'obtenir une bonne diversification sectorielle, mais aussi par types de projets, d'éviter par exemple une trop forte pondération sur des projets d'énergies renouvelables, qui représentent environ 40 % du marché.

Un objectif de tonnes de CO₂ évitées

Cette évaluation ex-ante des émissions se double d'une évaluation ex-post : les émetteurs se doivent de présenter la mise en œuvre des projets annoncés. Ils s'engagent à publier des reportings réguliers, qui permettent de juger de leur bonne réalisation, ainsi que de calculer, à partir de métriques sur les émissions de CO₂, un indicateur essentiel pour évaluer la pertinence des choix d'investissement : les tonnes de CO₂ évitées par million d'euros investis.

Aujourd'hui, les émetteurs qui souhaitent revenir régulièrement se financer sur ce marché pour profiter du très

fort appétit des investisseurs pour ce format obligataire ne peuvent se permettre de décevoir, sous peine de s'en trouver exclus. Or, ils sont d'autant plus incités à avoir recours à cette source de financement qu'elle est devenue moins coûteuse qu'un financement sur le marché du crédit investment grade conventionnel. Désormais, le « greenium » (ou « green premium » : prime verte) est négatif : le coût d'emprunt d'une émission verte est en moyenne inférieur d'une dizaine de points de base à celui d'une émission comparable mais « non verte ». Cet appétit des investisseurs s'est aussi traduit par une montée en puissance des volumes d'émissions (à près de 600 milliards de dollars en 2023), portés en particulier par les plus grands émetteurs, et en conséquence par une très bonne liquidité du marché secondaire. L'avantage du marché secondaire est de permettre de se positionner sur une émission qui a déjà démontré sa capacité à éviter d'une manière tangible des émissions de CO₂. Cet approche a surtout pour but de renforcer la diversification d'un portefeuille, mais le principe reste d'accompagner dans la durée les projets financés. ➤

Quatre principes essentiels pour l'alignement sur les Green bonds principes

1. L'utilisation des fonds
2. Le processus de sélection et d'évaluation des projets
3. La gestion des fonds
4. Le reporting

Le nouveau règlement européen sur les obligations vertes mis en œuvre fin 2024

Entré en vigueur le 20 décembre 2023 et applicable 12 mois plus tard, le EuGBS (European Green Bond Standard) vise à harmoniser les pratiques sur le marché des obligations vertes dans l'Union européenne. Les émetteurs qui souhaiteront bénéficier du label « obligations vertes européennes » devront respecter les principes édictés. Les projets financés devront être alignés sur les critères de la taxonomie, en particulier contribuer substantiellement à un objectif environnemental de la taxonomie et ne pas nuire de manière significative à d'autres objectifs environnementaux fixés dans la taxonomie. En matière de reporting, un rapport annuel d'allocation des fonds, qui fera l'objet d'un examen par un organisme externe indépendant, doit détailler les modalités d'usage des fonds levés.

Les nouvelles grilles de gestion pilotée feront apparaître le bénéfice attendu des actifs non cotés

PHILIPPE PERRODY, Directeur de la gestion diversifiée, Sienna IM

La modélisation des rendements repose désormais sur la combinaison d'actifs cotés avec de la dette privée et du private equity, dans le cadre de produits hybrides.

L'investisseur cherche à maximiser son rendement pour un niveau de risque donné. Les actifs non cotés offrent un potentiel de rendement supérieur aux actifs cotés, pour un niveau de risque équivalent. Mais ce risque n'est pas de même nature que sur les marchés cotés : il s'agit d'un risque d'illiquidité, d'une impossibilité de désinvestir rapidement dans de bonnes conditions.

Un désinvestissement progressif adapté à l'illiquidité du non coté

L'investisseur en non coté ne subit pas la volatilité des cours qui nécessite d'entrer et de sortir au bon moment afin de bénéficier du bon prix. Mais il doit accepter de subir une décote s'il manque de temps et doit sortir précipitamment. Dans le cadre d'une gestion de long terme, la gestion pilotée

offre une réponse à cette contrainte de temps, fondée sur un désinvestissement des actifs risqués au fur et à mesure des années, donc progressif, anticipé et dans des proportions raisonnables, qui permettent d'obtenir la liquidité recherchée.

Le principe de la loi industrie verte, qui consiste à intégrer une dose d'actifs non cotés au sein de supports de gestion pilotée repose sur ce constat. Elle incite à la création de produits hybrides, combinant actifs cotés (actions, obligations, monétaires) et actifs non cotés (private equity, dette privée). Dans cette perspective, nous avons modélisé les rendements à attendre de ce type de portefeuilles diversifiés. Cet exercice qui prend en compte des hypothèses de rendement et de volatilité, classes d'actifs par fonds hybride, un rendement attendu

équivalent à celui du MSCI World pour une volatilité plus faible.

L'élaboration de grilles de gestion pilotée est rodée

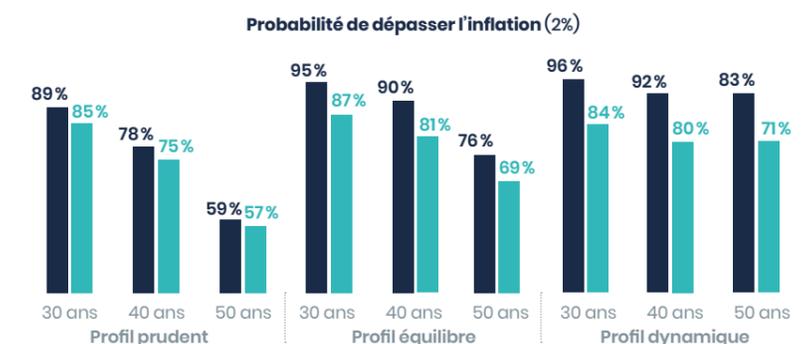
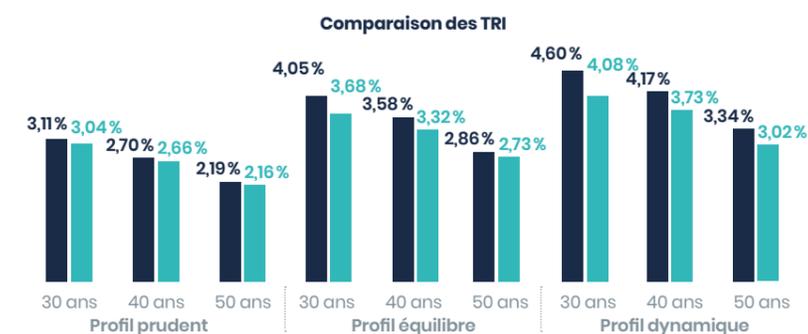
Historiquement, le mécanisme des gestions pilotées est fondé sur des hypothèses de rendement et de risque, ainsi que sur une désensibilisation progressive des actifs risqués, pour aboutir à une allocation proche de 100 % monétaires ou fonds euro, en fin de phase d'épargne. La modélisation des espérances de gain, en fonction de la durée restant à épargner, permettant d'établir des grilles de gestion pilotées, est rodée. Désormais elle repose sur une palette d'actifs plus large, dans le cadre de produits hybrides. L'appétence au risque exprimé par les souscripteurs, se matérialise par le choix de la grille entre grille défensive, équilibre ou dynamique. ➤

Des perspectives de rendement plus élevé

Les nouvelles grilles de gestion pilotée, comprenant une dose d'actifs non cotés, conformément à la loi industrie verte, offriront des perspectives de rendement plus élevées que les grilles de gestion pilotées actuelles.

Selon nos anticipations de rendement des différentes classes d'actifs (actions, obligations souveraines, obligations corporate, private equity, dette privée), un épargnant de 40 ans qui choisirait le profil dynamique bénéficierait d'un rendement annuel moyen (TRI) jusqu'à sa retraite de 4,17 % contre 3,73 % attendu avec les grilles de gestion actuelles, qui ne comprennent pas d'actifs non cotés.

La probabilité de dépasser l'inflation anticipée (2 %) est bien plus grande dans le cadre des nouvelles grilles de gestion pilotée



■ Nouvelles grilles avec actifs non-cotés
■ Grilles actuelles

Plus de **€37 Mrds***
d'actifs sous gestion

8
pays de présence

Près de **80%***
des AUM classés article 8 ou 9
(sur le périmètre éligible SFDR)

Ce livre blanc existe grâce aux connaissances pointues des experts de Sienna IM



SAMY BCHIR
Chief Investment Officer
– Real Estate



MATTHIEU BEAUVAIS
Head of Real
Estate Funds



THOMAS BRULAT-AULAN
Directeur Gestion Taux



XAVIER COLLOT
Managing Director –
Listed Assets



PAUL DE LEUSSE
Directeur général



THIBAUT DE SAINT PRIEST
Secrétaire général



GILLES GUÉRIN
Gérant Actifs Privés



ARNAUD JACOULET
Directeur Juridique –
Listed Assets



JEAN-MARIE PÉAN
Directeur Finance
Responsable – Listed
Assets



PHILIPPE PERRODY
Directeur Gestion
Diversifiée

Ce document est destiné exclusivement aux investisseurs professionnels au sens de la directive 2014/65/UE (MIFID II). Ce document est une communication marketing présentant les stratégies et l'expertise des sociétés de gestion du groupe Sienna Investment Managers. Ce support n'a aucune valeur précontractuelle ou contractuelle, il fournit des descriptions ou des analyses basées sur des informations générales. Les opinions qui y sont exprimées ne tiennent pas compte de la situation individuelle de chaque investisseur et ne peuvent en aucun cas être considérées comme un conseil juridique, un conseil fiscal ou une recommandation, une sollicitation, une offre ou un conseil pour tout investissement ou arbitrage de titres ou tout autre produit ou service de gestion ou d'investissement. L'horizon de placement recommandé est un minimum et ne constitue pas une recommandation de vente à l'issue de cette période. D'une manière générale, les performances passées ne constituent pas une garantie des performances futures des investissements. La valeur des investissements et la performance des produits présentés dans ce document peuvent augmenter ou diminuer fortement et un investisseur peut ne pas récupérer le montant initial de son investissement. Certains investissements, en particulier les investissements dans des fonds de capital-investissement ou de capital-risque, présentent un degré de risque supérieur à la moyenne et doivent être considérés comme des investissements à long terme.

Les produits présentés dans ce document peuvent faire l'objet de certaines restrictions dans certains pays ou à l'égard de certaines personnes. En conséquence, vous êtes invité à vous assurer du respect des dispositions légales et réglementaires qui vous sont applicables. Les informations contenues dans ce document peuvent être partielles et sont susceptibles d'être modifiées sans préavis. Elles ne peuvent être reproduites en tout ou en partie sans l'autorisation préalable de Sienna Investment Managers Luxembourg SA.

Sienna Investment Managers Luxembourg SA, société anonyme de droit luxembourgeois au capital de 111 828 165 EUR. Siège social : 19/21 route d'Arlon, L8009 Strassen. Immatriculée sous le numéro B239125 au registre du commerce et des sociétés de Luxembourg.