

# Option Finance

WWW.OPTIONFINANCE.FR

LE MENSUEL

**STRATÉGIE** - Les actifs privés, le marché qui fascine les asset managers

**DROIT & AFFAIRES** - NIS 2 fait planer une menace sur les dirigeants

**GESTION D'ACTIFS** - Les AMC, ces ovnis financiers qui intéressent le marché français

POLITIQUE ÉCONOMIQUE

# La fin du dollar roi ?

## ENTREPRISE

Les fintechs s'attaquent à l'optimisation du BFR

## IMMOBILIER

SCPI : un marché ultra-polarisé

Avec

Funds et *Option* DROIT & AFFAIRES  
magazine

# Les Trophées de l'innovation 2025

LBPAM

Fidèle à son engagement en faveur de l'innovation et de la technologie à impact, **LBP AM** crée en 2022 Les Trophées de l'innovation pour valoriser et accompagner des entreprises françaises innovantes. Ces Trophées s'appuient sur un jury prestigieux et des partenaires de premier plan pour soutenir des entreprises capables de devenir les licornes de demain !

**3 ÉDITIONS • 4 CATÉGORIES • 11 ENTREPRISES RÉCOMPENSÉES**

Fintech	Greentech
  	 <small>Interactive Autonomous Dynamic Systems</small>   
	 <small>la nature a de la valeur</small>  
Healthtech	« Coup de cœur » du Jury



VOUS ÊTES UNE START-UP INNOVANTE ET ENGAGÉE, **CANDIDATEZ DÈS À PRÉSENT** POUR LES TROPHÉES DE L'INNOVATION 2025.

Partenaires

**Investance Partners**  
Un cabinet de conseil à p. ART

**Deloitte.**

Partenaire Média

**B SMART**

Et avec le soutien de

**Finance Innovation**

**Fin.D**  
Climate

*image sept*

**INSTITUT DE LA FINANCE DURABLE**  
PARIS EUROPLACE



# SOMMAIRE

## ACTUALITÉ

### 6 FOCUS

**La fin du dollar roi ?**

### 9 L'ACTUALITÉ

**DES ENTREPRISES**

### 11 INTERVIEW - Eric Delannoy,

**président de Tenzing**

*« Beaucoup d'entreprises mettent déjà en place un dividende sociétal sans l'avoir formalisé »*



### 13 ANALYSE

Les Etats-Unis et la zone euro vont entrer en régime de « dominance fiscale »

Par Patrick Artus, conseiller économique chez Ossiam



## ENTREPRISE & FINANCE

**14 Les fintechs s'attaquent à l'optimisation du BFR**

**18** Le risque client atteint des seuils historiques

**25** Facturation électronique : les acteurs rentrent dans le vif du sujet

## CARRIÈRE & MANAGEMENT

**30** Le directeur fiscalité monte en puissance dans les directions financières



## DROIT & AFFAIRES

**32** NIS 2 fait planer une menace sur les dirigeants

**34** Saur : la direction juridique d'Anne-Laure Duvaud



## GESTION INSTITUTIONNELLE

**36** Les actifs privés, le marché qui fascine les asset managers



**41** Défense : les institutionnels préparent leur réponse

**44** Le crédit investment grade résiste à la hausse des taux longs

**48** La Chine redevient incontournable dans les marchés émergents

Retrouvez aussi le dossier spécial  
**Time to change 2025**  
p.36





European  
Federation of  
Journalists



EUROPEAN  
MAGAZINE MEDIA  
ASSOCIATION

**NEWS MEDIA EUROPE**

Bruxelles, le 5 avril 2025

## **Lettre ouverte des éditeurs de presse européens sur l'intelligence artificielle et la protection des droits de propriété intellectuelle**

Chers lecteurs,

La créativité et la culture humaines sont les moteurs de l'innovation, y compris de l'intelligence artificielle. Cependant, l'innovation ne doit pas se faire au détriment de ces valeurs humaines. Lorsque les systèmes d'IA exploitent les contenus créatifs et culturels en ligne – y compris les contenus de presse – pour alimenter leurs propres services, ils profitent indûment du travail humain.

L'IA pose un double défi sociétal : protéger à la fois les droits fondamentaux des citoyens et le lien entre les contenus créés par l'homme et les machines qui les utilisent. Lorsque l'IA générative s'appuie sur des contenus journalistiques et éditoriaux pour produire, sans autorisation ni rémunération, des contenus parasites imitant la presse, à moindre coût et sans supervision éditoriale, tout le monde est perdant.

Nous assistons également à la montée inquiétante de la désinformation en ligne alimentée par l'IA, via la génération de contenus artificiels à la fois réalistes et trompeurs, qui se propagent plus vite qu'ils ne peuvent être vérifiés.

Les législations nationales et européennes actuelles ne disposent pas de garde-fous solides garantissant que les créateurs et les citoyens bénéficient des avancées de l'IA, dans le respect de certains principes essentiels : transparence, responsabilité et rémunération des ayants droits.

Nous sommes convaincus que l'IA doit bénéficier à tous, y compris aux citoyens et aux créateurs de contenu. Après tout, les contenus culturels et créatifs professionnels sont la matière première indispensable de la révolution de l'IA, sans laquelle une IA de qualité ne peut exister.

L'IA peut être une force bénéfique si ses risques spécifiques sont maîtrisés. Nous appelons donc la nouvelle Commission européenne à agir dès maintenant pour soutenir la prospérité et la pérennité des médias, de la culture, de l'information en Europe, ainsi que la santé démocratique de nos sociétés.

**À propos des auteurs :** La Fédération européenne des journalistes (EFJ), l'Association européenne des médias magazines (EMMA), l'Association européenne des éditeurs de journaux (ENPA) et News Media Europe (NME) représentent collectivement des dizaines de milliers de journalistes et de publications, journaux comme de magazines à travers l'Europe. En tant que principales voix de la presse, elles défendent notamment la liberté de la presse, la viabilité des médias et un paysage journalistique diversifié et indépendant. Elles s'efforcent de garantir un accès équitable aux plateformes numériques, de promouvoir la transparence dans la distribution algorithmique de contenu et de faire pression en faveur de cadres réglementaires équilibrés qui soutiennent la presse et le journalisme professionnels à l'ère du numérique.

## 76 Fiscal

L'acte anormal de gestion : une façon inhabituelle de s'opposer à la déduction des intérêts

Par CMS Francis Lefebvre

### L'actualité fiscale en bref :

Taux réduit d'IS des PME : le Conseil d'Etat rebat les cartes

Par CMS Francis Lefebvre

Qualification de parts de SCI en « biens immobiliers » : revirement de jurisprudence ou idiosyncrasie de l'ancienne convention fiscale franco-luxembourgeoise ? - Par LPA law

## 80 Juridique

Validation (inédite) de la clause de buy or sell par la chambre commerciale de la Cour de cassation - Arrêt n° 23-16.290 du 12 février 2025 - Par Fidal

Vers une qualification unique de l'action en rupture brutale de relations commerciales établies ?

Par CMS Francis Lefebvre

## 84 Social

Licenciement du salarié protégé : même s'il est autorisé par l'administration, la nullité du licenciement peut être prononcée par le juge judiciaire

Par Barthélémy Avocats

## 85 Comptabilité

Le principe de conformité applicable à une opération de fusion-acquisition, un facteur de valorisation et de performance - Par Lionel Escaffre

## 86 Dossier

Loi de finances 2025 et management package : entre éclaircissements et incertitudes - Par Milestone Avocats

Pactes d'actionnaires : quelques rappels pratiques - Par Hogan Lovells

## GESTION D'ACTIFS

### 92 ALLOCATION

Mid&small caps : entre décote persistante et volonté de relance



### 96 ZAPPING / NOUVEAUTÉS

### 97 INTERVIEW

Per Einar Ellefsen, CEO et cofondateur, Amundsen Investment Management



### 98 IMMOBILIER

SCPI : un marché ultra-polarisé



### 100 INDUSTRIE

Les AMC, ces ovnis financiers qui intéressent le marché français

### 101 ETF INNOVATIONS

### 102 LA TABLE RONDE

Obligations convertibles : quels moteurs de performance en 2025 ?



## FONDS & EXPERTISES

- Horizon Global Smaller Companies p.94
- Ellipsis Disruption Convertible Fund p.108
- SPDR® FTSE Global Convertible Bond EUR Hdq UCITS ETF (Acc) p.110
- UBAM - Global Convertible Bond p.112

## 114 ANALYSE

Avec ce numéro  
« La Lettre  
PwC »



Option Finance SAS 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Tél. : 01 53 63 55 55 - Fax : 01 53 63 55 60 - Capital 2 043 312 euros, entièrement détenu par Infotri SAS. Durée : 99 ans. - RCB Paris 343256327.

Dépôt légal à parution ISSN 0989-1900. Pour joindre directement votre correspondant, composez le 01 53 63 suivi des 4 chiffres de son numéro de poste. ■ Président-directeur général, directeur de la publication, directeur de la rédaction : Jean-Guillaume d'Ornano ■ Directrice générale adjointe : Ariel Fouchard ■ Secrétaire générale : Laurence Fontaine (55 54) - Secrétaire : Rosalie Granger (55 55)

■ Option Finance - Rédactrice en chef : Valérie Nau (55 55) ; rédacteur en chef adjoint : Ivan Best (55 77). Entreprise & Finance : Mathilde Hodoquin (55 76), Lara Rinaldi (55 78). Chef de rubrique Gestion institutionnelle : Sonia Ramond-Nignon (55 85). Ont participé à ce numéro : Anne del Pozo, Sandra Sebag, Séverine Laboucher, Sylvie Guyony et Arnaud Lefebvre.

■ Option Droit & Affaires - Rédactrice en chef : Sahra Saoudi (55 51), rédacteur : Pierre-Antoine Canovas (55 73). Ont participé à ce numéro : Charles Anzabère et Chloé Enkoua.

■ Funds Magazine - Rédactrice en chef : Catherine Reikik (55 79). Ont participé à ce numéro : Marianne Di Meo, Aurélie Fontdeau, Carole Leclercq et Sandra Sebag.

■ Rédacteur en chef technique : Stéphane Landré (55 57)

■ 1<sup>er</sup> Rédacteur-graphiste : Christoph Ludmann (55 70) - A participé à ce numéro : Florence Rougier

■ Directeurs de clientèle : Nicolas Demangeot (55 56) et Ugo Rhiouich (55 80)

■ Responsable commercial Droit & Affaires : Emmanuel Foulon (55 56)

■ Directrice événements et conférences : Héroïse Cartier (55 91)

■ Service Abonnements : 10, rue Pergolèse 75016 Paris - Responsable marketing et abonnements : Sandrine Prevost - Tél : 01 53 63 55 58 - abonnement@optionfinance.fr -

Du lundi au vendredi de 9h30 à 18h - 1 an : 685 € HT - Vente au numéro : 59 €

■ N° de commission paritaire : 0927 T 83 896 - www.optionfinance.fr - Impression : Siep ZAC

« les Marchais » 77590 Bois-le-Roi - Origine du papier : Autriche / Bruck - Taux de fibres recyclées : 19 % - ISO 14001 and EMAS - Impact sur l'eau ptot : 0,015 kg / T ■ Crédit photos : AdobeStock.

La reproduction totale ou partielle des articles publiés dans Option Finance, sans accord écrit de la société Option Finance SAS, est interdite conformément à la loi du 11 mars 1957 sur la propriété littéraire et artistique et pourra faire l'objet de poursuites judiciaires.

Option Finance SAS édite :



## POLITIQUE ÉCONOMIQUE

# La fin du dollar roi ?

Donald Trump, qui voulait faire baisser le dollar pour rétablir la compétitivité des entreprises américaines, y est parvenu, mais au prix d'un désordre financier et d'un affaiblissement durable de la confiance dans la devise américaine. Le statut du dollar pourrait être remis en cause, sans que le billet vert soit brutalement détrôné, faute d'alternative évidente.

**O**ù va la politique économique de Donald Trump ? Entre annonces de droits de douane d'un montant inédit, retirés pour une grande partie avant leur mise en œuvre, et menaces d'éviction du président de la Fed, Jerome Powell, retirées également après une réaction négative des marchés, le président américain semble errer à la recherche d'un cap économique.

Pourtant, Donald Trump a un plan... ou tout au moins ses conseillers. Stephen Miran, qui préside le cercle des conseillers économiques chargés d'aider l'administration Trump à définir et à mettre en œuvre sa stratégie économique, avait élaboré et publié dès l'automne un document complet, d'une quarantaine de pages, dont l'ambition était de définir à l'avance ce que devait être la politique économique sous le deuxième mandat de l'ex-promoteur immobilier. Un texte de bonne tenue, du point de vue de la réflexion économique, loin des caricatures dont Donald Trump s'est fait le

spécialiste... mais un texte également riche de contradictions, soulignent les économistes.

Car si l'objectif général du président élu début novembre est suffisamment clair – redonner de la compétitivité aux entreprises américaines, afin de réindustrialiser le pays –, les moyens d'y parvenir sont moins assurés.

A lire Stephen Miran, le premier moyen de rendre l'industrie américaine plus compétitive, c'est de faire baisser le dollar. Ce serait possible, d'après lui, en diminuant les taux d'intérêt, afin de rendre les placements en dollars moins attractifs, et en s'attaquant, dans une perspective de plus long terme, au statut de la devise américaine. « Pour Miran, le statut de monnaie de réserve du dollar est à l'origine d'une tendance constante à son appréciation par rapport aux autres monnaies », souligne Carl Grekou, économiste au Centre d'études prospectives et d'informations internationales (CEPII). Une tendance qu'il faut contrecarrer, d'après Miran, notamment via la mise en place de droits de douane. Ceux-ci visent bien sûr,



d'abord, à renchérir les produits importés aux Etats-Unis. Mais ces droits peuvent aussi être assimilés à une taxe permettant de faire payer au monde entier l'utilisation du dollar, un service aujourd'hui « gratuit » que l'administration américaine n'entend plus offrir.

### Un plan déconnecté du monde économique actuel

Stephen Miran avait conçu un plan en plusieurs étapes. Le conseiller de Donald Trump avait prévu que l'imposition de droits de douane provoquerait, dans un premier temps, une hausse du dollar. La logique était que les « tarifs », générant de l'inflation aux Etats-Unis, les investisseurs anticiperaient des hausses de taux d'intérêt, rendant encore plus attractifs les placements en dollars. Même si la hausse du dollar devait limiter cet effet inflationniste – dans un premier temps –, Stephen Miran avait fixé comme objectif secondaire la baisse du prix du pétrole, grâce à un renforcement de l'offre, notamment aux Etats-Unis, où la production est vive-

ment encouragée.

Dans l'esprit du premier conseiller économique du président américain, la stratégie de baisse du dollar devait donc être mise en œuvre dans un second temps, s'appuyant sur une grande conférence monétaire internationale, organisée par exemple dans la résidence de Donald Trump, débouchant sur « les accords de Mar-a-Lago », à l'image des accords du Plaza entre banques centrales, de septembre 1985, qui avaient eu pour objectif de faire baisser le dollar. Un objectif alors atteint au-delà de toute espérance (voir encadré). Parallèlement, afin d'éviter tout problème de financement de l'Etat américain, la perspective d'une baisse du dollar pouvant bien sûr faire fuir les investisseurs internationaux, les banques centrales s'engageraient à échanger les obligations émises par l'Etat fédéral (Treasuries) à court et moyen terme, qu'elles ont en portefeuille, contre des titres à très long terme (jusqu'à 100 ans). Ainsi, l'administration américaine ne connaîtrait plus de problème de refinancement au cours des années à venir.

Mais, cette construction intellectuelle ne tient pas. D'un point de vue théorique, d'abord. « Si, par exemple, l'administration Trump réussissait à persuader les banques centrales de swaper des Treasuries à moyen terme contre des obligations à très long terme – jusqu'à 100 ans –, cela assurerait le financement du Trésor américain pour long-temps, et attirerait donc les investisseurs : cet afflux de capitaux provoquerait non pas une baisse mais une hausse du dol-



*« Rien ne dit que les banques centrales accepteraient aujourd'hui de jouer le jeu de la baisse du dollar. »*

**Florence Pisani**, chef économiste, Candriam

lar, contrairement à ce que veut Donald Trump », relève Gilles Moëc, chef économiste du groupe AXA.

Et surtout, rien ne dit que que les banques centrales seraient prêtes à jouer le rôle attendu par Stephen Miran. « Dans la réalité, cela ne peut pas fonctionner, souligne Florence Pisani, responsable des études économiques de Candriam. D'une part, parce que les banques centrales sont aujourd'hui beaucoup plus autonomes qu'elles ne l'étaient au cours des années 1980, période à laquelle se réfère Stephen Miran (à l'époque, la banque centrale japonaise, Boj, était liée au gouvernement). Elles ne sont donc pas contraintes de répondre favorablement, aujourd'hui, aux demandes américaines. D'autre part, le secteur privé a pris une place beaucoup plus grande dans le financement des Etats, au-delà des banques centrales. » Si, en 2010, les réserves en dollars des banques centrales étaient d'un montant proche du stock des titres de dette possédés par les investisseurs privés non résidents, l'écart s'est creusé, depuis. Ces derniers ont



*C'est la perspective d'une récession et une désaffection à l'égard des actifs américains qui ont été à l'origine de la baisse du dollar, alors que les conseillers de Donald Trump envisageaient une action conjointe des banques centrales pour y parvenir.*

acheté, en cumulé, pour 12 000 milliards de dollars de dette américaine, une valeur presque double des réserves actuelles en dollars des banques centrales. On imagine mal Donald Trump convoquer à Mar-a-Lago les principaux investisseurs privés internationaux, leur dicter leur conduite et les voir obtempérer...

### Une confiance dans l'économie américaine remise en cause

Il n'est donc pas très étonnant de constater que rien ne se passe comme l'avait prévu le premier conseiller économique du président américain. Le dollar, qui devait s'apprécier dans un premier temps, a chuté dès l'annonce précise des droits de douane, le 2 avril, passant de 1,05 pour un euro à 1,13, tombant même jusqu'à 1,15, avant d'évoluer entre ces deux bornes. C'est que le marché a d'abord pris en compte le risque de récession, sous l'effet du choc créé par ces droits de douane, synonymes de ponction sur le pouvoir d'achat des consommateurs américains. Une évolution que n'avait pas envisagée Stephen Miran... « C'est le risque accru de récession américaine et la défiance vis-à-vis des actifs financiers américains qui ont surtout fait baisser le dollar, jusqu'à maintenant, souligne Nordine Naam, stratège change chez Natixis. Nous nous attendons à un ou deux trimestres de croissance négative aux Etats-Unis, et à une hausse du PIB limitée à 1 % pour l'ensemble de l'année 2025. »

En outre, les errements de Donald Trump, qui annonce des mesures drastiques de taxation des importations avant de les mettre en pause quelques jours plus tard, jouent sur la confiance des investisseurs, et provoquent donc des retraits de capitaux supplémentaires, après ceux liés aux craintes de récession. « La confiance dans l'économie américaine et donc dans le dollar reposait notamment sur la stabilité et la prévisibilité de la politique économique ; or toutes deux sont aujourd'hui remises en cause, souligne Gilles Moëc. Cela contraste avec l'Europe, où la BCE fait exactement ce qui est attendu d'elle, compte tenu de son mandat ». Cette perte de confiance a déjà des conséquences concrètes sur les marchés, notamment sur celui des obligations souveraines.

### LES ACCORDS DU PLAZA, SOUS PRESSION AMÉRICAINE

Président du cercle des conseillers économiques de Donald Trump, Stephen Miran se réfère souvent aux accords du Plaza, qui, en septembre 1985, ont permis d'enclencher la baisse du dollar, alors au plus haut. Si l'on convertit les devises européennes de l'époque en euros, il suffisait alors de 0,62 dollar pour obtenir un euro. Depuis son lancement en janvier 1999, la monnaie unique n'a jamais atteint un niveau aussi faible, le plus bas étant de 0,82 dollar en novembre 2000. En 1985, sous la pression des autorités américaine, la Fed et les banques centrales du Japon, d'Allemagne de l'Ouest, du Royaume-Uni et de la France se sont donc engagées, dans le cadre des accords du Plaza, à faire baisser le dollar, via des interventions sur le marché des changes. L'opération a réussi, le dollar chutant par exemple de 51 % par rapport au yen. Mais la banque centrale du Japon, au rôle moteur dans ces accords, sera contrainte de maintenir des taux d'intérêt artificiellement bas pour éviter une appréciation encore plus forte du yen face au dollar, ce qui provoquera une bulle financière, dont l'explosion en 1990 marquera l'économie japonaise pour plus de quinze ans. Aujourd'hui indépendante du gouvernement – ce qu'elle n'était pas à l'époque –, la BoJ n'accepterait sans doute pas de mener une telle politique.



*« L'euro pourrait prendre une place plus importante, profitant de la situation actuelle, de même que le yen ou encore le franc suisse, qui fait figure de valeur refuge. »*

**Nordine Naam**, stratège changes, Natixis CIB

Entre le 7 et le 11 avril, les rendements des Treasuries (à 10 ans) se sont accrus de 60 points de base en quatre jours, jusqu'à 4,50 %, soit une très forte hausse constatée en un laps de temps aussi court.

### Des doutes sur la liquidité du marché obligataire américain

Certains vendeurs de titres souverains ont alors pu avoir du mal à céder leurs obligations, la liquidité du marché n'étant plus pleinement assurée. « On peut s'interroger

aujourd'hui sur la liquidité du marché obligataire américain, après plusieurs moments d'illiquidité qui ont pu inquiéter, relève Gilles Moëc. En mars, la Fed avait annoncé une réduction drastique de ses reprises de liquidité, ce qui avait pu surprendre, mais on comprend beaucoup mieux après coup les motivations de la banque centrale américaine. »

De plus, les menaces de Donald Trump à l'encontre du président de la Fed, Jerome Powell, ont fortement accentué le trouble des marchés. « Le sujet le plus inquiétant, du point de vue des marchés, tient à l'indépendance de la Fed, note Gilles Moëc. Certes, après avoir agité cette menace, Donald Trump a finalement exclu de « virer » Jerome Powell, sous la pression des marchés. Mais il pourrait revenir sur ce terrain. Une Fed aux ordres de l'administration Trump, baissant les taux d'intérêt y compris dans un contexte inflationniste lié à la hausse des droits de douane, perdrait toute crédibilité. Il en résulterait à tout le moins un choc sur les taux d'intérêt à long terme exigés des investisseurs ».

Même si le président de la Fed reste finalement en place, au moins jusqu'à la fin de son mandat en mai 2026, « l'instabilité et l'imprévisibilité de la politique de Donald Trump laisseront des traces », estime Gilles Moëc. Les interrogations sur le rôle du dollar vont se faire de plus en plus vives, car il y a bien une remise en cause inquiétante des attributs de la devise américaine, reposant

sur la prévisibilité, l'indépendance de la Fed et la liquidité du marché obligataire.

Une liquidité d'autant plus indispensable, pourtant, que l'administration Trump entend solliciter de plus en plus ce marché obligataire, avec un déficit de l'Etat fédéral appelé à croître. Il a déjà atteint 6,4 % du PIB pour l'exercice 2024 clos le 30 septembre, portant la dette publique fédérale à 100 % du PIB. Celle-ci est appelée à augmenter encore. « Entre les dépenses nouvelles, notamment pour la défense, et les baisses d'impôt, l'endettement cumulé de l'Etat américain pourrait s'accroître de 5 800 milliards de dollars au cours des dix prochaines années, selon les données du Sénat américain, soit plus de 20 % du PIB », souligne Florence Pisani. Les baisses d'impôt en faveur des entreprises sont partie intégrante du plan Miran de réindustrialisation. Mais sont-elles finançables ? « La dette publique, qui pourrait atteindre 156 % du PIB en 2055, exercera des pressions sur les taux d'intérêt à long terme, ce qui pourrait restreindre leur baisse significative souhaitée par Donald Trump », relève Nordine Naam, stratège changes chez Natixis CIB.

### Un dollar déjà moins présent dans les réserves de change

La perte de confiance dans le dollar, victime de la politique économique de Donald Trump, est donc manifeste. S'agissant des banques centrales, la défiance à l'égard de la devise américaine monte d'ailleurs depuis plusieurs mois, à bas bruit, avant même l'arrivée au pouvoir de Donald Trump. « La part du dollar dans les réserves de change des banques centrales, dans le monde, est en constante diminution, relève Alexandre Gauthy, économiste chez Degroof Petercam. Cette part a reculé à 58 % aujourd'hui, contre 65 % il y a dix ans. »

L'invasion de l'Ukraine par la Russie a accéléré cette tendance. « Les sanctions contre la Russie en réponse à l'invasion de l'Ukraine, avec le gel par les Occidentaux des avoirs de la banque centrale russe, en ont fait réfléchir plus d'un », souligne Alexandre Gauthy. La Chine, notamment, s'est interrogée sur le sort de ses réserves en dollars, qui pourraient être gelées en cas de conflit avec les Etats-Unis. « Depuis début 2022, la Chine a accéléré la diversification de ses réserves de change, au détriment des actifs libellés en dollars, dont les obligations d'Etat américain », note Alexandre Gauthy. Les entraves au commerce que met en place Donald Trump, sous forme de droits de douane, représentent « un deuxième facteur de désaffection relative pour le dollar, estime Alexandre Gauthy. Puisqu'on échange moins de biens avec les Etats-Unis, pourquoi utiliser systématiquement leur monnaie ? Le recours au dollar dans les transactions de change, présent dans près de 90 % de celles-ci et qui n'a pas bougé depuis vingt ans, pourrait donc diminuer à l'avenir ».

Certains pays ne passent déjà plus par le dollar pour le règlement de leurs transactions commerciales. « Par exemple, l'Inde règle en roupies une partie du pétrole acheté aux Emirats arabes unis et en Russie, sans passer par le dollar », note Alexandre Gauthy. Par ailleurs, « on voit apparaître des accords de swap de changes entre pays pour se passer du dollar, notamment entre la Chine et le Brésil », relève Nordine Naam.

Mais quelle pourrait être la devise de référence, en remplacement du dollar ? « Il n'existe pas d'alternative évidente », estime Alexandre Gauthy. La Chine a certes pris une place majeure dans l'économie mondiale et les échanges internationaux, devenant incontournable dans les chaînes de

valeur. Et « les Chinois ont mis en place leur propre système international de transfert de fonds (CIPS), on parle de "Swift chinois" », relève Nordine Naam. Mais la devise chinoise « n'est pas librement échangeable et le compte de capital chinois reste fermé (contrôle des capitaux), souligne Alexandre Gauthy. Le manque de confiance des investisseurs dans les institutions chinoises constitue un autre facteur qui freine l'adoption du renminbi ».

### Un manque de profondeur du marché obligataire européen

Et l'euro ? « Il pourrait prendre une place plus importante, profitant de la situation actuelle, de même que le yen ou encore le franc suisse, qui fait figure de valeur refuge », estime Nordine Naam. L'euro est, lui, parfaitement convertible, mais la montée en puissance de la devise européenne suppose, pour les investisseurs – les banques centrales et les investisseurs privés – de pouvoir s'appuyer sur un marché obligataire souverain suffisamment profond et liquide. Ce n'est pas le cas actuellement. « La faible profondeur du marché obligataire européen est un frein à la montée en puissance de l'euro », souligne Gilles Moëc. Non que les pays européens ne soient pas endettés. « Mais le marché est fragmenté, avec 20 émetteurs souverains », précise Florence Pisani.

La dette allemande est bien sûr considérée comme très solide, et elle pourrait faire figure de valeur refuge. Cependant, si « les obligations allemandes sont considérées comme une valeur sûre, ce marché n'est pas de taille suffisante pour satisfaire la demande mondiale d'actifs sans risque », note Alexandre Gauthy.

L'hégémonie du dollar va-t-elle donc, malgré tout, perdurer, faute d'alternative ? « Le statut hégémonique du dollar devrait s'éroder, estime Alexandre Gauthy. Mais le mouvement sera sans doute très progressif. Le plus probable, c'est l'utilisation accrue de différentes monnaies dans le commerce mondial ainsi qu'un détournement progressif du dollar dans les réserves de change (ce qui s'observe déjà), plutôt que l'émergence d'une devise alternative au dollar. »

Le dollar ne régnera plus sans partage, mais il n'est pas encore détrôné. ■

Ivan Best



*« La confiance dans l'économie américaine et donc dans le dollar reposait notamment sur la stabilité et la prévisibilité de la politique économique ; or toutes deux sont aujourd'hui remises en cause. »*

**Gilles Moëc**, chef économiste, groupe AXA, responsable des études économiques, AXA IM

## LE BLOG



**Thierry Million,**  
Directeur de  
la gestion  
obligatoire,  
Allianz Glo-  
bal Investors  
France

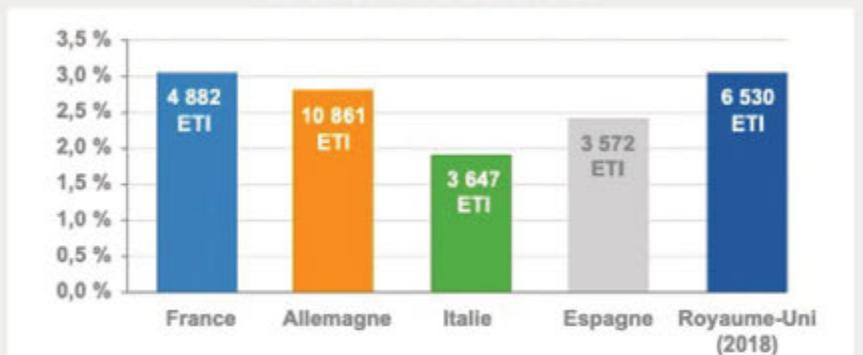
## Trump cible Powell : le chaos ou la raison ?

Donald Trump a vivement attaqué le président de la Fed, Jerome Powell, le qualifiant de « Mr. Trop Tard ». Cette estocade contre la souveraineté de l'institution monétaire a déclenché d'importantes réactions sur des marchés déjà fragilisés. En effet, la politique de Trump multiplie les incertitudes sur une économie américaine prête à basculer en récession. Pourtant, l'indépendance de la Fed est cruciale pour les investisseurs, qui savent que les horizons temporels des hommes politiques diffèrent de ceux des banques centrales. Si, sous la pression de Donald Trump, la Fed cède à une vision court-termiste en abaissant précipitamment ses taux directeurs, cela serait interprété comme un renoncement à ses objectifs. La procyclicité complique le maintien d'une inflation basse, augmentant les coûts de refinancement et les primes de risque, tout en menaçant la stabilité financière. L'ingérence politique systématique dans les décisions d'une banque centrale peut mener à une situation difficile comme celle de la Turquie, où l'inflation a atteint 38,1 % en mars. Trump et ses conseillers prendront-ils ce risque ?

## La France comptait plus de 4300 ETI en 2022

Si la France compte toujours beaucoup moins d'ETI que l'Allemagne, leur nombre a progressé de 57 % entre 1994 et 2022 en France, pour atteindre 4 363 entreprises, selon une étude de France Stratégie, soit 3 % des entreprises comptant plus de 10 salariés. Leur part dans la valeur ajoutée tricolore a également augmenté, de 25 à 33 %, alors que celle des PME a diminué de 35 à 29 %. France Stratégie souligne que, chaque année, entre 6 et 14 % des ETI sont de nouvelles entrantes au sein de la catégorie, tandis que 4 à 11 % en sont exclues. Parmi les ETI recensées en 2022, 55 % l'étaient déjà en 2012. Au sein des 45 % restants, France Stratégie comptabilise 29 % de nouvelles ETI qui étaient des PME dix ans plus tôt, 5 % d'ex-TPE et 9 % de créations, c'est-à-dire des entreprises fondées entre 2012 et 2022.

POIDS DES ENTREPRISES DE PLUS DE 250 SALARIÉS DANS LE TOTAL DES ENTREPRISES DE PLUS DE 10 SALARIÉS EN 2020



Champ : ensemble de l'industrie et services marchands, sauf les activités financières et d'assurances. Lecture : le poids (en nombre) des entreprises de plus de 250 salariés dans les entreprises de plus de 10 salariés est de 3 % en France. Source : OCDE

## 29 grandes entreprises dans le monde risquent de devenir « high yield »

29 grandes entreprises dans le monde, notées par Fitch, sont susceptibles de perdre leur statut d'émetteur de dette « investment grade » au cours des mois à venir, selon l'agence de notation, alors que 14 seulement pourraient au contraire obtenir ce statut. 42 % de ces entreprises aux perspectives médiocres, dites « fallen angels », sont localisées dans la zone Asie-Pacifique, principalement en Chine, notamment dans le secteur utilities et l'immobilier, mais aussi dans l'industrie (acier, automobile...). 31 % des entreprises se trouvent en Amérique du Nord, au premier rang desquelles on trouve Boeing, Paramount et Whirlpool (matériaux de construction). Enfin, seules 10 % de ces grandes entreprises susceptibles de descendre en dessous de la note BBB- se trouvent dans la zone EMEA (Europe, Middle East, Africa). Ces trois entreprises opèrent dans le secteur des utilities.



# 23 Mds €

C'est l'excédent commercial de l'UE dans ses échanges de biens avec le reste du monde en février 2025, contre 21,8 milliards d'euros en février 2024. Les exportations ont progressé de 7 % sur un an, à 225,4 milliards d'euros.



**Eric Delannoy, président de Tenzing**

## « Beaucoup d'entreprises mettent déjà en place un dividende sociétal sans l'avoir formalisé »

**R**elancée il y a deux ans par la loi Pacte dans le cadre des sociétés à mission, l'idée d'un « dividende sociétal » peine encore à s'imposer. Dans un ouvrage récent\*, vous estimez pourtant qu'il s'agit là d'« une autre façon de partager la valeur ». Pourquoi ?

Le dividende sociétal correspond à la part des bénéfices réalisés par l'entreprise qui est reversée à des projets servant l'intérêt général. Il ne s'agit pas d'investissements classiques, car la société n'espère pas de ROI. Dans un contexte budgétaire tendu pour les finances publiques, les sommes versées par les entreprises représentent des « coûts évités » pour l'Etat qui n'a, ainsi, pas à subventionner les projets financés par les sociétés privées. Si, habituellement, le bénéfice est réparti entre le capital, à travers la rémunération des actionnaires, et le travail (salaires, participation et intéressement), je propose d'y ajouter une troisième composante : les parties prenantes silencieuses sociales et environnementales. Il s'agit ainsi de reconnaître qu'elles participent à la création de valeur et doivent également être rémunérées. Par exemple, le cabinet de conseil en stratégie Tenzing, que j'ai fondé, est détenu à 70 % par une association à but non lucratif qui soutient financièrement des associations œuvrant pour l'égalité des chances. De son côté, la MAIF consacre 10 % de ses bénéfices à un dividende écologique qui finance des projets de préservation de la biodiversité. Enfin, Crédit Mutuel Alliance Fédérale reverse 15 % de ses bénéfices ce qui permet, par exemple, à ses clients d'avoir accès gratuitement à certaines prestations. Le dividende sociétal est ainsi le bras financier qui permet de réaliser la mission que se sont donnée ces entreprises.

**Vous citez les exemples de la MAIF et du Crédit Mutuel. Le dividende sociétal est-il réservé aux groupes mutualistes ?**

Il est vrai que pour les entreprises sans actionnaire, le fléchage d'une partie de la valeur vers l'intérêt général est plus simple mais le dividende sociétal existe également au sein d'entreprises ayant fait le choix de créer des fondations actionnaires. C'est le cas par exemple de l'entreprise française de cybersécurité Advens ou du groupe pharmaceutique danois Novo Nordisk dont 27 % du capital est détenu par une telle fondation. Cette dernière étant à but non lucratif, tous les dividendes qu'elle perçoit peuvent être considérés comme du dividende sociétal. De plus, beaucoup d'entreprises

mettent déjà en place un dividende sociétal sans l'avoir formalisé ou nommé ainsi. Il s'agit notamment de celles qui ont des actions de mécénat ou encore de celles dont les salariés disposent d'une ou de plusieurs journées de travail par an pour réaliser du mentorat.

**Vous proposez une méthodologie en six étapes pour mettre en place un dividende sociétal.**

**Quelles sont-elles ?**

La première étape, cruciale, est celle d'un accord au sein de la gouvernance de l'entreprise. Elle fait l'objet d'une négociation, souvent délicate, entre les dirigeants et actionnaires car il s'agit de déterminer l'ambition de l'entreprise. Une fois l'objectif fixé, la deuxième étape consiste à identifier les actions de RSE existantes et à vérifier leur cohérence avec l'ambition nouvellement déterminée. Ensuite, l'entreprise doit définir son périmètre d'intervention puis choisir les modalités de mise en œuvre, comme amplifier le mécénat, mettre en place des coopérations avec l'Etat ou créer une fondation ou une association, la création d'une fondation d'entreprise étant le cas le plus fréquent. La cinquième étape est celle du choix des projets qui seront financés et qui doivent correspondre aux engagements de l'entreprise. L'implication des collaborateurs dans la décision peut générer un bénéfice secondaire en créant de la fierté et en donnant du sens à leur travail. Enfin, la dernière étape consiste à construire une communication adaptée, tant en interne qu'à l'égard de l'extérieur. Cette

partie est souvent source d'appréhensions en raison des craintes d'accusation de washing.

**D'un point de vue administratif et financier, la mise en place d'un tel dispositif est-elle compliquée ?**

L'avantage du dividende sociétal, c'est qu'il s'appuie sur des outils de gestion classiques de comptabilité et de contrôle de gestion. Le bénéfice est calculé de façon classique puis réparti en consacrant une part au financement de projets d'intérêt général. Les directeurs financiers et directeurs juridiques mettent en œuvre les véhicules opérationnels en utilisant des dispositifs existants comme les fondations d'entreprise. La seule complexité réside dans la valorisation de l'activité exercée à titre gratuit. Cela nécessite de faire appel à la comptabilité analytique afin d'estimer et de valoriser le coût de revient. ■

Propos recueillis par Lara Rinaldi



**« L'avantage du dividende sociétal, c'est qu'il s'appuie sur des outils de gestion classiques de comptabilité et de contrôle de gestion. »**



## Les seuils d'effectif freinent l'embauche de nouveaux salariés

Pas d'effet couperet mais un ralentissement des embauches : les obligations légales qui accompagnent le franchissement d'un seuil d'effectif peuvent constituer un frein au recrutement de nouveaux salariés. Dans une étude réalisée à partir des données de l'Insee, l'Urssaf et la MSA, France Stratégie évalue en moyenne à 4 370 le nombre d'entreprises « en excès », par rapport à la distribution attendue, dans la tranche de 30 et 49 salariés entre 2015 et 2022.

Ces entreprises connaissent une progression légèrement plus faible qu'attendue de leurs effectifs, ce qui semble accréditer la thèse selon laquelle le seuil légal de 50 salariés contrarierait la croissance des entreprises. Cependant, cet effet semble se produire dès 30 salariés et non pas uniquement à l'approche de 50 salariés.



## Bâle 3 n'a pas réduit l'offre de crédit des banques

Les ratios prudentiels n'affectent pas la dynamique du crédit, selon la Banque de France. Mis en place après la crise financière de 2008, l'accord de Bâle 3 a introduit un ratio de levier, un ratio de liquidité à court terme (liquidity coverage ratio, LCR) et un ratio de liquidité à un an (net stable funding ratio, NSFR). Si le secteur bancaire a fait part de ses craintes face au caractère jugé trop contraignant de ces nouvelles normes, les exigences actuelles ne semblent pas excessives, selon la Banque de France.

Dans une étude, la banque centrale propose une modélisation permettant d'estimer les interactions entre ces normes et l'offre de crédit. Il en ressort que les groupes bancaires français sont, en moyenne, constamment situés bien au-dessus des minimums réglementaires, et qu'à l'exception de chocs exogènes, à l'instar de la pandémie de Covid-19, la production de crédits au secteur privé a été constamment en croissance depuis la mise en place de Bâle 3.

Couvrant un panel de 54 banques françaises sur la période 2014-2023, l'analyse montre ainsi que les interactions entre les différents ratios bâlois n'affectent pas la dynamique du crédit, sauf lors de tensions financières et uniquement pour les banques les moins capitalisées et les moins liquides. Ces dernières sont en effet celles qui disposent le moins de marges par rapport aux exigences réglementaires et sont donc davantage contraintes lorsqu'il s'agit d'accorder des crédits.

## Le marché de l'immobilier ancien se stabilise en France en 2025

Le marché de l'immobilier ancien en France métropolitaine est encore loin d'avoir repris en février 2025, selon une note de conjoncture des Notaires de France. Le volume annuel de transactions a atteint ce mois-ci 803 000 opérations (soit -3,6 % par rapport à février 2024). La production de crédits à l'habitat est montée à 10,7 milliards d'euros (soit +55 % par rapport aux 6,9 milliards d'euros accordés en février 2024), avec un taux d'intérêt moyen de 3,27 % (hors renégociations).

## CARNET



**Homa Natalia Hernandez** est nommée **directrice financière** du promoteur immobilier Homa.

Diplômée de l'université Paris-Sorbonne, de Lindenwood University et de l'IESEG School of Management, elle commence sa carrière en 2010 en tant que market business analyst au sein du World Trade Center de Saint Louis (Etats-Unis), puis devient account manager en 2011 au sein d'Unyson Logistics. En 2014, elle rejoint le groupe Ikea en tant que cheffe de projet à Paris, avant d'être nommée responsable administrative et financière en 2016 et country business navigator en 2019. Elle intègre Dyson en 2021 en tant que commercial finance manager pour l'Europe du Sud. En 2022, Natalia Hernandez est nommée head of finance pour l'Europe au sein de Snap Inc. (Snapchat).



**CIC Ouest Laurent Berger**, 56 ans, est nommé **président du conseil d'administration** de CIC Ouest,

qui couvre 22 départements du Grand Ouest et du Centre. Après avoir obtenu une maîtrise d'histoire de l'université de Nantes, il devient salarié d'une association d'insertion à Saint-Nazaire, avant de s'engager dans le syndicalisme. Il devient ainsi permanent au sein de l'union locale CFDT de Saint-Nazaire en 1996 puis est élu en 2003 secrétaire général de l'union régionale CFDT des Pays de la Loire. Il est ensuite élu à la commission exécutive confédérale du syndicat en 2009, avant d'être nommé secrétaire général adjoint en mars 2012. Il devient secrétaire général de la CFDT en novembre 2012 et est nommé président de la Confédération européenne des syndicats à partir de 2019. Laurent Berger avait rejoint Crédit Mutuel Alliance Fédérale en septembre 2023 en tant que directeur de l'Institut mutualiste pour l'environnement et la solidarité.



Par Patrick  
Artus,  
Ossiame

## Les Etats-Unis et la zone euro vont entrer en régime de « dominance fiscale »

**O**n doit distinguer deux régimes en ce qui concerne les relations entre la politique budgétaire et la politique monétaire. Le régime de « dominance monétaire » est caractérisé par une situation où la Banque centrale détermine sa politique monétaire en fonction de ses objectifs (dans les économies contemporaines, essentiellement le respect d'un objectif d'inflation) et où l'Etat assure la soutenabilité de la dette publique.

Le second régime est le régime de « dominance fiscale ». Dans ce régime, l'Etat mène une politique budgétaire expansionniste, et maintient dans le long terme un déficit budgétaire primaire important. La politique monétaire s'ajuste donc à l'orientation de la politique budgétaire pour préserver la soutenabilité de la dette publique.

Nous pensons que le régime de dominance fiscale va s'installer durablement, aux Etats-Unis comme dans la zone euro. Le déficit budgétaire des Etats-Unis est sur une tendance d'au moins 2 000 milliards de dollars en 2025 (7,1 % du PIB, contre 6,2 % en 2023 et 6,4 % en 2024 – soit 1 800 milliards de dollars). Avec l'affaiblissement de la croissance, avec l'augmentation rapide des dépenses de retraite des employés du secteur public, des dépenses de santé (Medicare), des dépenses militaires et des intérêts de la dette publique, la perspective est celle du maintien d'un déficit public très élevé, les coupes dans les dépenses fédérales étant en réalité beaucoup plus faibles que le montant revendiqué par Elon Musk, et la hausse des droits de douane devant financer des baisses d'impôts.

Si la Réserve fédérale, qui sera de plus confrontée au maintien d'une inflation forte (l'inflation sous-jacente est stable depuis plusieurs mois autour de 3 %, et elle va être accrue par la réduction du nombre d'immigrés sans papiers qui ont un travail et par la hausse des droits de douane), maintient une politique monétaire un peu restrictive, le taux d'endettement public va s'envoler (le Congressional Budget Office l'estime à 122 % du PIB en 2034 contre 100 % du PIB en 2024). Il est probable que, lorsque Jérôme Powell finira son mandat de président de

la Réserve fédérale en mai 2026, le nouveau président nommé par Donald Trump passera à une politique monétaire plus expansionniste, de manière à stabiliser le taux d'endettement public, et que, donc, les Etats-Unis passeront en régime de dominance fiscale.

Dans la zone euro, le déficit public qui était attendu en 2025 était identique à celui de 2024 : 3,2 % du produit intérieur brut. Mais le nouveau gouvernement allemand prévoit un programme de 500 milliards d'euros sur 10 ans d'investissement en infrastructures tandis que la Commission européenne accepte d'exclure du calcul du déficit public (limité à 3 % du PIB) la hausse des dépenses militaires. De plus, si on suit le rapport de Mario Draghi, c'est 2,5 % de PIB chaque année que le secteur public devra investir, en plus de ses dépenses actuelles, dans la transition énergétique et dans le financement des innovations de rupture et des investissements dans l'intelligence artificielle. Si le poids des dépenses militaires en Europe devient identique à celui des Etats-Unis, si les préconisations du rapport Draghi sont mises en place, c'est au moins 4 points de PIB de dépenses publiques supplémentaires qui vont être nécessaires. Puisqu'il serait très difficile d'accroître la pression fiscale en Europe, tout comme de réduire les dépenses de protection sociale (qui représentent 27 % du PIB de l'Union européenne), cette hausse des dépenses publiques aboutira à une hausse du déficit public. Sans correction, cela ferait passer le taux d'endettement public de la zone euro de 87,7 % du PIB en 2024 à 102 % du PIB en 2027. Il est donc très probable que la BCE, comme la Réserve fédérale, va passer à une politique de dominance fiscale, avec une forte baisse de ses taux d'intérêt et peut-être le retour du quantitative easing, afin d'éviter l'accroissement rapide du taux d'endettement public. Comme aux Etats-Unis, cela impliquerait l'abandon de l'objectif d'inflation, puisque l'inflation sous-jacente (hors énergie et alimentation) est de 2,4 % dans la zone euro, supérieure à l'objectif de 2 %.

La Réserve fédérale et la Banque centrale européenne vont ainsi être confrontées (c'est déjà le cas aux Etats-Unis) à des déficits publics très importants. Elles devraient pas pouvoir éviter de passer à un régime de dominance fiscale. Cela veut dire qu'il faut anticiper dans les deux pays une baisse des taux d'intérêt à court terme et une inflation assez forte. ■

« Dans le régime de dominance fiscale, la politique monétaire s'ajuste à l'orientation de la politique budgétaire pour préserver la soutenabilité de la dette publique. »

PLUS  
D'ANALYSES  
SUR  
optionfinance.fr



# Les fintechs s'attaquent à l'optimisation du BFR

Grâce à l'open banking, les start-up ont désormais accès aux données bancaires et peuvent évaluer plus rapidement la solvabilité des entreprises sollicitant un financement. Elles proposent ainsi de nouveaux services pour optimiser le besoin en fonds de roulement des PME, quand elles ne visent pas les ETI et les grands comptes en réinventant la carte bancaire à débit différé.

L'open banking révolutionne la gestion du besoin en fonds de roulement (BFR). Depuis l'entrée en vigueur en 2019 de la deuxième directive sur les services de paiement (DSP2) qui autorise les prestataires de services à accéder aux comptes bancaires de leurs clients, sur leur demande, les start-up spécialisées fleurissent en France. Au sein du millier de fintechs françaises recensées par l'association France Fintech et Bpifrance, 222 sont ainsi dédiées au financement parmi lesquelles 10 spécialistes de l'affacturage,

du crédit-bail et du financement de court terme et 3 centrées sur le revenu based financing, une solution de financement basée sur les revenus futurs de l'entreprise. Parmi elles, Karmen et Defacto visent un segment de marché peu servi par les banques, celui des PME ayant des besoins en fonds de roulement. « Les encours des crédits inter-entreprises sont évalués à 700 milliards d'euros en France, indique Jordane Giuly,

cofondateur de Defacto. Or, seulement 40 % de ce montant est actuellement financé par les banques. De plus, des solutions comme l'affacturage sont limitées aux entreprises ayant une taille suffisante, soit environ 40 000 sociétés. »

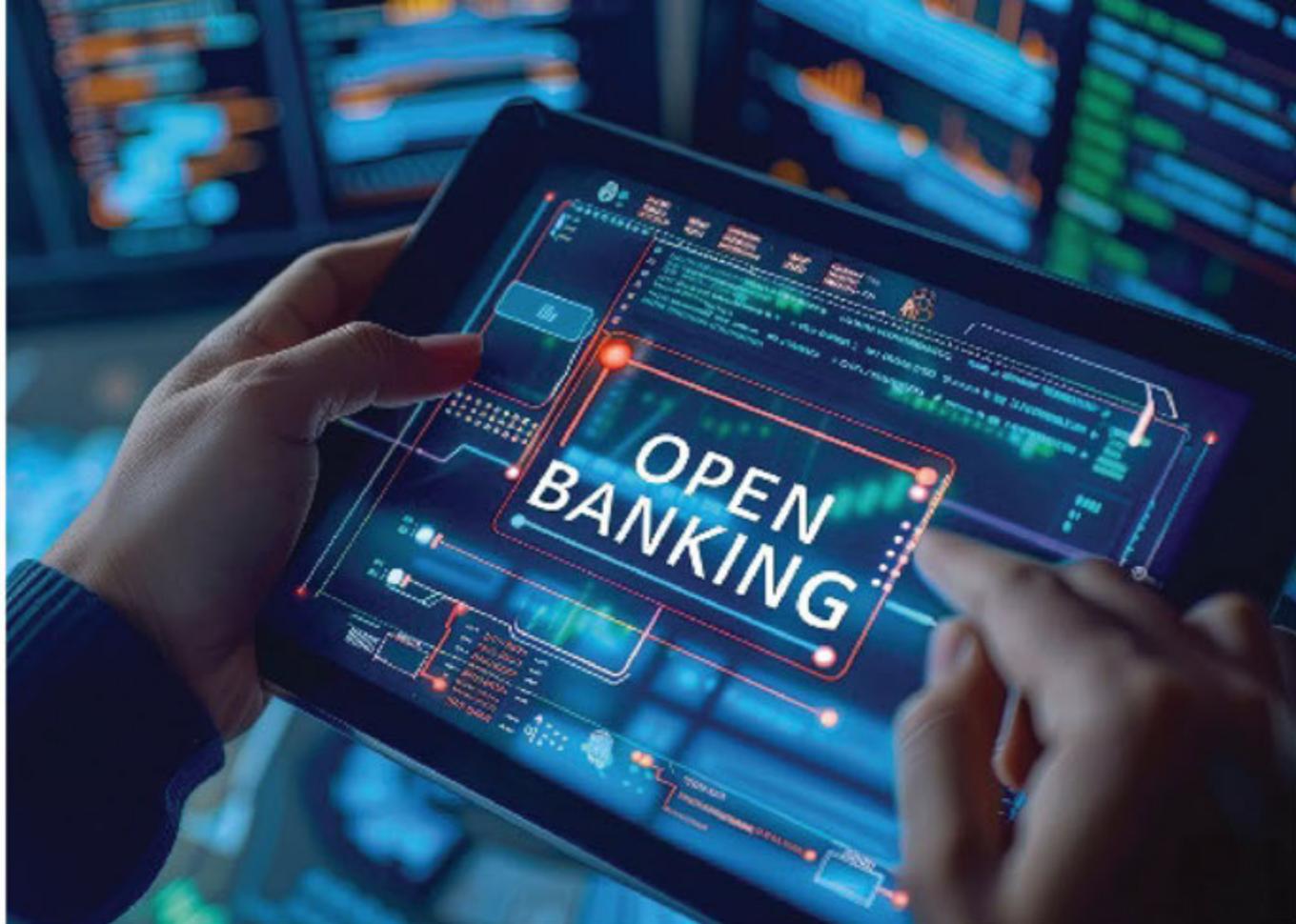
## Un financement des stocks et des campagnes marketing

En outre, certaines PME éprouvent des difficultés à obtenir des financements auprès des banques en raison du manque de garanties qu'elles peuvent offrir en contrepartie. Les acteurs bancaires sont également moins susceptibles de financer les besoins de court terme comme l'achat de stocks ou la création de campagnes marketing. C'est pour



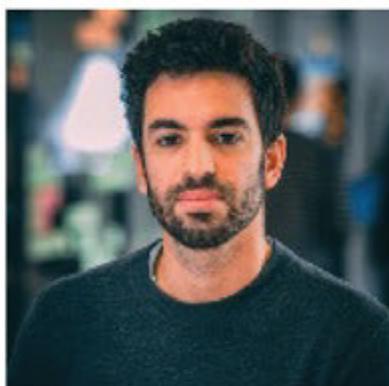
« Les sociétés qui nous sollicitent le plus sont celles qui vendent des produits physiques, notamment à des clients professionnels »

**Baptiste Wiel**, cofondateur et COO de Karmen



s'attaquer à ces besoins non couverts que la fintech Karmen a été créée en 2021. Grâce à des prêts d'une durée de 2 à 24 mois, 700 entreprises ont pu bénéficier de financements, généralement à plusieurs reprises au cours de l'année. « Les sociétés qui nous sollicitent le plus sont celles qui vendent des produits physiques, notamment à des clients professionnels, car elles accordent des délais de paiement de 30 à 60 jours, constate Baptiste Wiel, cofondateur et COO de Karmen. C'est d'autant plus vrai pour les entreprises ayant des fournisseurs asiatiques qui exigent que la marchandise soit payée au départ de l'usine. Or, celle-ci transite par bateau, entraînant des délais de livraison plus longs. Pendant ce temps, la trésorerie dort en quelque sorte sur un bateau car aucune vente n'est possible. »

La start-up compte ainsi parmi ses clients des entreprises du secteur du prêt-à-porter mais également des organismes de formation ou cabinets de consultants. Ces derniers doivent en effet rémunérer leurs collaborateurs chaque mois alors qu'ils ne reçoivent le paiement de leur facture que 60 jours après la fin de la formation ou de la mission. Karmen fixe plusieurs critères avant d'accorder un financement. L'entreprise doit être basée en France métropolitaine, avoir été créée depuis au moins deux ans, générer plus de 300 000 euros de chiffre d'affaires annuel et ses dirigeants ne



*« Nous ne rachetons pas les factures : l'entreprise reste complètement maître de sa relation client et bénéficie d'un procédé totalement confidentiel. »*

**Jordane Giuly**, cofondateur, Defacto

doivent pas avoir connu de procédure collective au cours des dix dernières années. La fintech effectue également une analyse des derniers relevés bancaires et du bilan afin de fournir une réponse sous 2 à 3 jours. « Les entreprises n'ayant pas de compte bancaire chez nous, nous avons besoin de nous connecter en lecture seule à leurs comptes afin d'analyser les 6 à 12 derniers mois d'historique bancaire, explique Baptiste Wiel. De plus, cette connexion "open banking" nous permet de nous prémunir contre la fraude grâce à des données fiables et non falsifiables. » Pour se connecter aux interfaces des différents établissements bancaires, Karmen, à l'instar de ses confrères, s'appuie sur la technologie développée par Bridge qui permet un accès instantané aux données bancaires actualisées en temps réel.

### **Une nouvelle forme d'affacturage**

Si pour les prêts inférieurs à 100 000 euros, la réponse

est fournie de façon quasi automatique, les financements d'un montant supérieur, pouvant aller jusqu'à 3 millions d'euros, nécessitent des échanges avec les analystes de la start-up. D'une durée moyenne de six mois, le financement moyen est de 250 000 euros. Karmen se rémunère en prélevant une commission d'environ 1 % par mois. « Par exemple, pour un prêt de 100 000 euros remboursé en six échéances mensuelles, le montant total à rembourser sera de 106 000 euros », précise Baptiste Wiel.

La start-up s'attaque également à l'affacturage à travers sa solution Karmen Factor. « Pour ce produit, lorsqu'une entreprise nous sollicite, nous mettons à sa disposition une enveloppe qui correspond par exemple à un mois de chiffre d'affaires, détaille Baptiste Wiel. Ensuite, la société va pouvoir piocher dans cette enveloppe en nous transmettant ses factures clients professionnels en attente de paiement. Une fois payée par ses clients, l'entreprise nous rembourse. Contrairement à l'affacturage traditionnel, il n'y a ainsi pas de cession de créance. »

Pour financer les crédits qu'elle accorde, Karmen s'appuie sur un fonds de dette. « En juin 2024, nous avons levé 100 millions d'euros auprès de Fasanara Capital, un fonds de crédit structuré britannique, précise Baptiste Wiel. Pour financer nos clients, nous utilisons cette enveloppe, mais nous restons indépendant dans la prise de décisions pour les financements. » A travers son modèle sans garantie, Karmen supporte entièrement le risque de défaut de ses clients, c'est pourquoi l'entreprise est amenée à refuser certains dossiers. « L'intelligence artificielle nous aide à effectuer le scoring des sociétés en parallèle de notre équipe crédit, indique Baptiste Wiel. Ce facteur humain nous permet de bien comprendre le contexte de l'entreprise et son projet, ce qui ne serait pas possible avec une prise de décision entièrement automatisée. » Le chiffre d'affaires moyen de ses clients se situe entre 4 et 5 millions d'euros mais la start-up compte également dans son portefeuille de plus grandes entreprises dont les revenus peuvent atteindre 200 millions d'euros.

### Une titrisation facilitée des crédits

De son côté, Defacto a récemment fait parler d'elle en annonçant son souhait de mobiliser jusqu'à 1,8 milliard d'euros pour soutenir les entreprises de la base industrielle et technologique de défense (BITD). Pour cela, la fintech s'appuie sur la titrisation de ses créances. « Nous avons monté en 2023 un premier fonds commun de titrisation en partenariat avec la banque américaine Citi et le fonds de dette Viola Credit, explique Jordane Giuly. Nous avons renouvelé les conditions de ce fonds et un nouveau sera ouvert cet été portant à près de 2 milliards d'euros notre capacité de financement annuelle. »

Comme sa compatriote, la fintech bénéficie de l'open banking et mise également sur la mise en place de la facturation électronique afin d'obtenir davantage de données. De plus, Defacto utilise l'intelligence artificielle pour fournir

une réponse en seulement 27 secondes à ses clients pour les prêts les plus simples. « En utilisant l'intelligence artificielle pour traiter des informations brutes issues des données bancaires ou des logiciels comptables, nous pouvons réaliser le scoring de l'entreprise et donner un premier retour en moins de 30 secondes avec le montant du crédit et son coût », détaille Jordane Giuly.

La fintech s'attaque également aux besoins de court terme avec des lignes de crédits pouvant atteindre jusqu'à deux millions d'euros. Les entreprises clientes bénéficient en moyenne de prêts d'une durée de 60 jours et sollicitent Defacto six fois par an. Les besoins couvrent à la fois les factures clients mais également le financement du stock. « Nous ne rachetons pas les factures : l'entreprise reste complètement maître de sa relation client et bénéficie d'un procédé totalement confidentiel, explique Jordane Giuly. Nous sommes également plus flexible qu'un dispositif d'affacturage classique avec moins de contraintes sur l'éligibilité des factures. »

La start-up estime offrir une offre complémentaire à celles des banques en se positionnant sur le court terme et des

### PRÈS DE DEUX SEMAINES DE RETARD DANS LE PAIEMENT DES FOURNISSEURS

Dans son rapport annuel, dont la publication interviendra dans les prochains jours, l'Observatoire des délais de paiement constate une détérioration des délais en 2024 après une stagnation en 2023. Au dernier trimestre 2024, les entreprises françaises payaient leurs fournisseurs avec un retard moyen de 13,6 jours, légèrement supérieur à celui observé dans les autres pays européens (13,4 jours). De plus, selon une étude de Rexecode, de l'AFTE et du Meti, 27 % des trésoriers jugeaient en avril que les délais de paiement des clients ont récemment augmenté. Selon l'enquête, l'écart entre le délai de paiement des clients et celui du règlement des fournisseurs s'est détérioré, engendrant des tensions sur la trésorerie à court terme.



secteurs plus risqués comme celui de la défense ou du nucléaire. « Les entreprises de la BITD sont des sous-traitants critiques pour l'ensemble de la chaîne de valeur qui ont besoin de faire monter en cadence leur production, souligne Jordane Giuly. Or, un des principaux freins à cette montée en puissance est le BFR. C'est pourquoi nous nous adressons à ces entreprises par l'intermédiaire des groupements représentatifs du secteur afin d'identifier les besoins et de fournir des solutions. » Depuis son lancement début 2022, Defacto a financé plus de 13 000 PME pour un montant de plus de 850 millions d'euros en octroyant des lignes de crédit d'en moyenne 100 000 à 200 000 euros. « Nous travaillons également sur la création de produits complémentaires comme l'assurance crédit afin de protéger les PME d'une éventuelle défaillance de leurs clients », ajoute Jordane Giuly.

### **Un règlement des fournisseurs confidentiel et fluide**

Les PME ne sont pas le seul public visé par les fintechs. Créée en 2020, Kresus s'adresse aux sociétés réalisant un chiffre d'affaires d'au moins 150 millions d'euros et compte parmi ses clients des entreprises totalisant plusieurs milliards d'euros de revenus. Si au départ la jeune pousse offrait une solution d'escompte, la guerre en Ukraine a changé la donne. « En 2022, avec la remontée des taux d'intérêt et le retour de l'inflation, un vrai changement de contexte s'est opéré, rappelle César Vial, CEO de Kresus. Les entreprises ont logiquement ajusté leur stratégie : préserver leur trésorerie est devenu une priorité. Très vite, plusieurs de nos clients nous ont demandé si nous pouvions imaginer une solution permettant de payer plus tôt leurs fournisseurs sans mobiliser leur cash. »

La start-up s'est ainsi mise en quête d'une solution existante du financement du poste fournisseur, en vain. « Nous avons d'abord exploré les solutions existantes sur le marché. Mais nous avons vite identifié deux limites majeures : des processus d'intégration fournisseurs complexes, peu adaptés à la réalité opérationnelle des grandes entreprises, et surtout un vrai sujet autour de la confidentialité, qui n'était pas suffisamment assurée », se remémore César Vial. Kresus choisit alors de créer sa propre solution en réinventant le paiement par carte différé. Concrètement, l'entreprise cliente de la fintech dispose d'une carte bancaire virtuelle pour régler son fournisseur, qui reçoit, lui, un virement. Ensuite, la société dispose d'un délai de 30 à 90 jours pour s'acquitter du montant. « Dans les paiements inter-entreprises, le virement bancaire reste la norme, car les cartes de paiement ne sont pas conçues pour ces montants ni ces



**« En 2022, les entreprises ont logiquement ajusté leur stratégie : préserver leur trésorerie est devenu une priorité. »**

**César Vial, CEO de Kresus**

usages, rappelle César Vial. Le défi était donc de concevoir une technologie qui transforme ce paiement en virement, sans changer les habitudes des équipes financières et sans exposer l'identité de notre solution vis-à-vis des fournisseurs ; le tout en s'intégrant simplement dans les outils déjà en place, notamment les logiciels de gestion de trésorerie. »

### **Cap sur l'Europe**

Contrairement à Karmen ou Defacto, Kresus ne finance pas directement les entreprises clientes mais joue le rôle d'intermédiaire en apportant une solution technologique. La fintech se rémunère ainsi via un abonnement annuel pour l'accès à son offre et perçoit également une commission dont le montant varie en fonction des volumes de transactions. Kresus, qui a noué un partenariat avec Visa et Mastercard, travaille également en coopération avec les banques. Ce sont elles qui supportent le risque en accordant, ou non, des lignes de crédits aux sociétés. Après avoir déjà permis de faciliter le règlement de plus de 200 millions d'euros de factures, la fintech ambitionne de porter ce montant à 500 millions d'euros pour l'année 2025.

Après un démarrage en France, Kresus se lance dans huit nouveaux pays (Italie, Suisse, Autriche, Allemagne, Benelux et Royaume-Uni) en réponse notamment à la demande de ses clients disposant de filiales à l'étranger, un pari possible grâce à l'homogénéité de la réglementation européenne et la possibilité de passer l'activité, c'est-à-dire exercer dans un autre Etat membre si la société est agréée par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution (ACPR). « Il existe tout de même des enjeux locaux comme les habitudes de paiement et de crédits nécessitant un effort de spécialisation par pays, nuance Jordane Giuly, dont l'entreprise a financé des emprunteurs présents en Allemagne, aux Pays-Bas ou en Espagne. Par exemple, les bureaux de crédits, qui collectent des données et fournissent des rapports de solvabilité, sont très répandus au Royaume-Uni mais pas du tout en Europe du Sud. » La prochaine directive sur les services de paiement (DSP3) devrait également accélérer le développement des fintechs en obligeant les établissements bancaires à mettre en place des infrastructures techniques favorisant l'accès aux données. ■

Lara Rinaldi

# Le risque client atteint des seuils historiques

Bien que le volume global des défaillances en France soit en passe de se stabiliser, il demeure à un niveau historiquement haut, tandis que le nombre de PME et ETI de plus de 50 salariés engagées dans des procédures continue de croître. De quoi inciter les entreprises à renforcer leur vigilance dans la gestion de leur poste client, d'autant que le contexte géopolitique actuel, avec la guerre commerciale, pourrait freiner toute amélioration de la situation.



**A**près un record de 67 830 procédures en 2024, les défaillances d'entreprises en France sont actuellement à leur plus haut niveau (Altares). La trajectoire de ralentissement observée depuis plusieurs mois se confirme néanmoins avec une hausse deux fois moins rapide des sinistres sur douze mois : + 17 % en 2024 contre + 36 % en 2023. Une décélération encore plus marquée au quatrième trimestre (+ 10 %).

En ce début d'année, le niveau des défaillances semble se stabiliser. « Janvier et février comptent près de 6 000 défauts

chacun, un nombre qui reste très élevé mais qui est stable par rapport à celui enregistré un an plus tôt, déclare Thierry Million, directeur des études chez Altares. Nous n'avons plus connu deux mois consécutifs de stabilité des défaillances depuis plus de trois ans. Depuis décembre, le nombre de défaillances sur 12 mois glissés reste aux environs de 68 000, un nombre certes historique mais qui n'augmente

plus ou du moins augmente très peu. Cela confirme ce que nous imaginions en fin d'année, à savoir l'atteinte non pas d'un pic mais plutôt d'un niveau plateau. » Fait inquiétant cependant, l'augmentation des défaillances est deux fois plus rapide pour les PME et ETI de plus de 50 salariés. 556 structures de cette taille ont défailli à fin février (12 mois), soit 22 % de plus qu'un an plus tôt.

Dans ce contexte, certains secteurs



*« Depuis décembre, le nombre de défaillances sur 12 mois glissants reste aux environs de 68 000, un nombre certes historique mais qui n'augmente plus, ou du moins augmente très peu. »*

**Thierry Million**, directeur des études, Altares

continuent de souffrir plus que d'autres. Certes, avec une inflation revenue à des niveaux acceptables, la consommation a repris des couleurs, profitant aux entreprises du B-to-C et en particulier au secteur du commerce. Néanmoins, la situation reste tendue pour les plus petites entreprises du secteur (commerce de proximité, métiers de bouche...) plus particulièrement touchées par la crise de l'énergie. « Plus globalement, quatre secteurs concentrent près de 70 % des défaillances : le commerce, la construction, l'hébergement-restauration et le conseil, ainsi que les services aux entreprises », précise Jean-François Doucède, vice-président d'Infogreffé. Une tendance confirmée par Altares. La promotion immobilière accuse une augmentation de + 127 % sur un an, affectant les secteurs du bricolage & équipement du foyer, nettement dans le rouge (+ 19 %), et du commerce de gros de matériaux de construction (+ 15 %). Bien qu'ils enregistrent des niveaux de défaillances encore élevés, le gros œuvre (+ 18 %) et le second œuvre (+ 15 %) ont plutôt bien résisté compte tenu de la crise. L'industrie manufacturière présente pour sa part des tendances qui s'éloignent peu de la moyenne globale, c'est notamment le cas de la métallurgie/mécanique dont le nombre de défauts augmente de 13 % à fin février soit légèrement au-dessus de la moyenne générale. De leur côté, les services informatiques restent sous tension (+ 22 %) comme les conseils en communication et gestion (+ 18 %) ou les transports routiers de marchandises (+ 20 %). « Depuis l'année dernière, les entreprises du B-to-B sont ainsi plus à la peine qu'auparavant, précise Thierry Millon. Ces difficultés s'inscrivent notamment dans le sillon de celles rencontrées par les entreprises du B-to-C. Certaines entreprises restent également fragilisées par le remboursement de leur PGE ou l'augmentation de leurs charges d'exploitation. D'autres,



**« L'impact sur les trésoreries d'entreprise de la hausse des tarifs douaniers imposée par Donald Trump et de la guerre commerciale n'est pas à négliger. »**

**Laurent Treilhes, président du comité exécutif, Allianz Trade France**

en particulier dans la sous-traitance automobile ou aéronautique, sont confrontées à de fortes cadences de production qui génèrent d'importants besoins en fonds de roulement qu'elles ont du mal à satisfaire. »

### **Une guerre commerciale synonyme de risque accru de défaillances**

Au-delà de l'effet de rattrapage/normalisation post-Covid, d'une croissance économique qui en France, en Europe et dans le monde reste limitée, mais aussi de défis sectoriels spécifiques, les entreprises pourraient aujourd'hui souffrir du nouvel environnement commercial qui se dessine. « L'impact sur les trésoreries d'entreprise de la guerre commerciale en cours et de la hausse des tarifs douaniers imposée par Donald Trump n'est pas à négliger », précise Laurent Treilhes, président du comité exécutif d'Allianz Trade en France. Selon Allianz Trade, la guerre commerciale qui est désormais engagée représente actuellement le principal risque de hausse des défaillances pour les mois à venir. « Elle pourrait augmenter nos prévisions de défaillances de + 2,1 points de pourcentage et + 4,8 points de pourcentage supplémentaires, ce qui signifierait une hausse des défaillances d'entreprises mondiales de 7,8 % et 8,3 % en 2025 et 2026 respectivement. Pour 2025-2026, cela représenterait notamment 6 800 cas supplémentaires aux Etats-Unis et 9 100 en Europe occidentale », explique Maxime Lemerle, responsable des recherches défaillances chez Allianz Trade. Pour l'heure, l'as-

sureur crédit estime que la faiblesse prolongée de la croissance économique prévue pour 2025 avec un soulagement limité de la politique monétaire pourrait conduire à une nouvelle hausse de 2 % du volume des défaillances en France en 2025. Il mise sur une amélioration limitée en 2026 seulement.

En France, les contraintes conjoncturelles exogènes s'associent donc désormais aux incertitudes économiques, politiques et géopolitiques tendues du moment. D'ailleurs, selon Cabinet Arc, si les entreprises regagnent en confiance quant à la stabilité de leur activité économique, elles s'inquiètent fortement pour l'avenir économique de la France. « La plupart des entreprises estiment que le contexte économique actuel entraînera une augmentation du nombre de dépôts de bilan chez leurs clients, explique Denis Le Bossé, président de Cabinet Arc. Elles sont également nombreuses à penser que leurs clients ne seront pas en mesure de faire face au remboursement de leurs créances (PGE, Urssaf, factures...). »

Dans ce contexte, nombre de trésoreries restent exsangues et leur préservation devient un défi majeur. « C'est notamment le cas pour les TPE et les PME qui souffrent d'un manque structurel de fonds propres et subissent encore le désengagement des banques, en particulier pour celles qui n'ont pas encore fini de rembourser leur PGE, et parfois des assureurs crédit », constate Denis Le Bossé. D'autre part, bien que les taux d'intérêt continuent de

baisser, les risques inflationnistes, en particulier aux Etats-Unis, pourraient menacer cette courbe. Si les coûts d'emprunts augmentent et rendent le crédit moins accessible, cela pourrait entraîner un ralentissement de la croissance du crédit, un resserrement des conditions financières et une augmentation des risques de défaut pour les entreprises fortement endettées.

### Des délais de paiement toujours très élevés

Une situation qui ouvre la voie à l'allongement des délais de paiement. « De très nombreuses entreprises compensent les besoins en trésorerie,

principalement par l'allongement des délais de paiement des fournisseurs, et ce souvent loin devant le recours à leur découvert bancaire », ajoute Denis Le Bossé. Les retards de paiement demeurent donc à de très hauts niveaux. Selon les études et le panel de décideurs interrogés, ces retards de paiements varient entre 14 jours (Altare) et plus de 17 jours (Cabinet Arc/IFOP et Ellisphere). « En 2024, les comportements de paiement ont continué de se dégrader avec des délais de paiement en augmentation constante, souligne Thierry Millon. A la fin de l'année 2024, la situation était proche de celle de 2020, en pleine période

Covid pendant laquelle les délais de paiement étaient au plus haut. Depuis le début de l'année, la situation semble néanmoins se stabiliser sur le front des retards de paiement. » Cet environnement de risque place la gestion du cash et plus particulièrement du poste client parmi les principales priorités des entreprises. D'ailleurs, selon l'étude PwC sur les Priorités des DAF en 2025, la gestion du cash, des financements et de l'investissement est l'une des principales préoccupations des DAF pour cette année. Une démarche qui profite à la plupart des professionnels de la gestion du poste client. ■  
Dossier réalisé par Anne Del Pozo



## Les assureurs crédit continuent d'innover

**D**ans un contexte économique sous pression, le chiffre d'affaires des assurés crédit tend à se contracter, impactant indirectement l'activité des assureurs crédit. « Cependant, l'environnement actuel de risque de défaillances rend les prestations d'assurance-crédit plus attractives auprès des entreprises, analyse Laurent Treilhes, président du comité exécutif d'Allianz Trade en France. D'autre part, face au manque de dynamisme de l'économie française, les entreprises cherchent également de nouveaux relais de croissance, notamment au travers de leur développement à l'export, de la diversification de leur activité ou encore des opérations de M&A. Elles ont à cet effet besoin d'être accompagnées dans l'identification et la gestion des nouveaux risques que ces nouvelles stratégies peuvent générer. » Une nouvelle donne qui contribue à minima à la stabilité de l'acti-

vité des assureurs crédit voire à leur croissance, comme c'est le cas notamment pour Atradius, qui enregistre une augmentation de près de 10 % de son activité. « Une croissance que nous devons notamment à l'acquisition de nouveaux clients et à un taux de rétention élevé de notre portefeuille », indique Christophe Cherry, directeur régional d'Atradius France, Belgique et Luxembourg. Un constat partagé par Allianz Trade et Coface.

### Une prévention du risque prioritaire

Malgré la hausse des défaillances en 2024, Allianz Trade a ainsi enregistré une baisse des dossiers en contentieux de 7 % par rapport à 2023, qui était proche des niveaux pré-Covid. Coface, pour sa part, note une légère baisse de son ratio sinistre à prime (35,2 % en 2024 contre 37,7 % en 2023). « Pour préserver nos marges face à l'augmentation des risques, nous devons être plus vigilants, et quand la sinistralité est

trop élevée, nous devons revoir nos prix, poursuit Christophe Cherry. Pour accompagner nos assurés qui s'adaptent à de nouvelles conditions de marché en trouvant d'autres relais de croissance, nous nous appuyons également de plus en plus sur les nouvelles technologies, en particulier sur l'IA, pour affiner nos analyses et aider les prises de décisions de nos arbitres. L'IA facilite l'accès à des données non structurées et leur exploitation en temps réel, l'analyse des données financières sur plus de 50 millions d'entreprises et la détection des signaux faibles qui nous aident à anticiper. » Afin de préserver au mieux leur exposition aux risques tout en accompagnant les entreprises dans cette même démarche, les assureurs crédit tendent également à intensifier leurs collectes d'informations financières, notamment en direct sur le terrain. « Dans le cadre de cette stratégie, nous venons par exemple de faire l'acquisition de Cedar Rose au Moyen-Orient, région où la collecte de données est compliquée,

précise Carine Pichon. Elle va nous permettre de mieux accompagner les entreprises qui travaillent dans ces pays, et elle vient renforcer notre activité d'information d'entreprises qui compte déjà 600 personnes dans 43 pays. » Au-delà de

ces démarches de prévention du risque, les assureurs crédit continuent également d'innover par la mise à disposition de nouveaux services. C'est notamment le cas pour Allianz Trade qui, après avoir lancé l'année dernière Allianz Trade Pay,

sa solution de paiement destinée aux plateformes d'e-commerce B2B, vient également de renforcer sa gamme de solutions ESG pour accompagner les projets qui soutiennent la transition vers une économie bas carbone.



## L'information d'entreprise au cœur de la gestion des risques

**L**e haut niveau de risque actuel pousse les entreprises à davantage de prudence dans l'entrée en relation et le suivi de leurs relations d'affaires. Cette attention particulière profite aux prestataires de l'information d'entreprise, qui enregistrent pour la plupart une forte croissance de leur activité. « Nos prestations ont été fortement plébiscitées tout au long de l'année 2024 et le sont encore actuellement en raison notamment du contexte anxiogène actuel mais aussi de l'augmentation des délais de paiement », observe Gilles Lambert, responsable marketing des solutions risques chez Altares. Un constat également partagé par Infogreffe, qui propose notamment des informations légales sur les entreprises, sécurisées et certifiées par les greffiers. « Nous avons une demande croissante des entreprises pour nos services numériques portée par un besoin accru de gestion proactive des risques financiers mais aussi de transparence et de conformité », note Jean-François Doucède.

### Une surveillance élargie des risques

Les entreprises portent ainsi une attention croissante au niveau d'endettement de leurs tiers et à leur capacité à se réendetter pour investir et évoluer. « Nous avons à cet effet développé un indicateur d'endettement au travers duquel

nous analysons l'endettement des entreprises et leur efficacité économique par rapport à leur secteur d'activité et à leur marché, explique Marie-Noëlle Thomas, directrice business line risk management chez Ellisphere. Il vient en complément de notre analyse de solvabilité. » Parallèlement, face au développement des règles de conformité ces dernières années (LCB-FT, Sapin II, devoir de vigilance, CSRD, CS3D), les entreprises ont également de plus en plus besoin de données liées à la compliance (conformité) et aux démarches RSE de leurs tiers. « La demande s'est renforcée depuis le début du conflit en Ukraine, constate Marie-Noëlle Thomas. Les entreprises ont notamment eu besoin d'identifier la nationalité de leurs bénéficiaires effectifs. Afin de prendre en compte l'ensemble de ces risques de conformité, nous faisons évoluer en permanence notre plateforme SaaS. » Infogreffe s'est d'ailleurs engagé dans la

même démarche, notamment au travers de son service KYC lancé en 2021. « Au travers de ce service, toutes les professions assujetties aux obligations en matière de LCB-FT bénéficient d'un accès privilégié aux données légales certifiées par les greffiers des tribunaux de commerce, précise ainsi Jean-François Doucède. En 2025, plus de 3,5 millions de demandes de surveillance ont ainsi été placées sur notre service [kyc.infogreffe.fr](http://kyc.infogreffe.fr), contre 3 millions en 2022. »

### Une gestion facilitée par les outils digitaux

D'autre part, les entreprises prennent de plus en plus conscience de la convergence des différents risques auxquels ils sont exposés. « Les équipes financières, juridiques et RSE travaillent de plus en plus en concertation sur la prévention et la maîtrise de ces différents risques », continue Gilles Lambert. Pour les accompagner au mieux dans cette



*« Nous avons développé un indicateur d'endettement au travers duquel nous analysons l'endettement des entreprises et leur efficacité économique par rapport à leur secteur d'activité et à leur marché. »*

**Marie-Noëlle Thomas**, directrice business line risk management, Ellisphere

approche, les prestataires de l'information développent des technologies différentes. Par exemple, Altares propose des plateformes web SaaS pour chacun des risques et en facilite l'accès par les métiers via des connecteurs (API) avec leurs solutions métiers. Creditsafe, pour sa part, opte pour une approche centrée sur l'accessibilité des données pour répondre aux exigences d'un marché.

« Nous assistons à un décloisonnement de l'exploitation des données au sein des entreprises, précise à ce sujet Diane Quenault de Saint-Sulpice, directrice de marché et commerciale de Creditsafe France. En mettant à disposition des directions métiers une plateforme qui centralise toutes les données nécessaires à une gestion efficace des risques, nous leur permettons d'avoir une vue d'en-

semble complète et en temps réel des risques associés à leurs relations d'affaires, ce qui facilite une prise de décision plus éclairée. Cette évolution marque un tournant important dans la manière dont les entreprises gèrent leurs risques, passant d'une approche morcelée à une vision plus globale et intégrée, grâce à une seule plateforme accessible à tous les départements concernés. »



## Pas encore de reprise pour les factors

**E**n 2024, le marché de l'affacturage ne fait guère mieux qu'en 2023, avec une croissance limitée à 1,3 %, contre 1,2 % en 2023 (ASF). Après une baisse de production au premier trimestre (-2,6 %), la situation s'était pourtant améliorée avec une croissance de 3,1 % au deuxième trimestre et de 4 % au troisième trimestre. La forte décélération du quatrième trimestre (+0,8 %) aura mis un coup de frein à la reprise attendue par les prestataires. Si l'affacturage domestique constitue toujours la plus grande part de l'activité des factors, la plus forte croissance vient néanmoins des opérations à l'international avec une hausse annuelle de +6,5 %, contre une baisse de -1,6 % pour les opérations domestiques. « L'international continue de tirer fortement notre marché, souligne Philippe Pougeard, direc-

teur général délégué de Société Générale Factoring. Il représente pour nous 50 % de notre activité et contribue en grande partie à notre croissance. » Cette année, l'activité des factors a également été portée par l'acquisition de nouveaux clients. « Nous avons eu des cas d'entreprises très performantes sur leur marché mais en tendance, nous avons noté en 2024 plus de motivations liées à une situation de trésorerie tendue, ou des PME et ETI qui recourent par précaution à l'affacturage en prévention d'éventuels besoins de trésorerie à venir », précise Philippe Mutin, directeur général de Crédit Mutuel Factoring et Factofrance. Une analyse partagée par l'ensemble de la profession. « L'année 2025 devrait s'inscrire dans la même tendance en termes de nouvelle production, notamment sur le secteur des grandes

entreprises », ajoute Philippe Pougeard. Autre fait marquant en 2024, les entreprises ayant recours à l'affacturage ont davantage tiré sur leurs lignes de financement. « Pour ces entreprises, l'affacturage sert donc davantage à financer un besoin de trésorerie structurel lié notamment aux remboursements de PGE ou à la réduction de leur marge, plutôt qu'un besoin lié à leur croissance », poursuit Philippe Mutin. Société Générale Factoring note d'ailleurs une recrudescence des dossiers à risque. « L'année dernière, nous avons enregistré une augmentation de près de 40 % du nombre de dossiers à risque (d'impayés ou de fraudes) sur des encours inférieurs à 1 million d'euros », précise Philippe Pougeard.

### Un soutien des supply chains

Malgré le dynamisme modéré du secteur, les factors demeurent un soutien pour l'économie et les entreprises et pourraient d'ailleurs bien participer à l'effort de guerre. « Face aux conséquences de l'augmentation des droits de douane mais aussi du contexte géopolitique, le recours à l'affacturage pourrait en effet se renforcer en 2025, explique Marc Balaguer, directeur commercial de BNP Paribas Factor. Par



*« Aujourd'hui, certains secteurs comme la défense pourraient avoir besoin d'un soutien particulier, notamment en termes de financement court terme, pour relancer leur activité. »*

**Frédéric Madalle**, directeur général adjoint, Crédit Agricole Leasing & Factoring

# ellipro ✓

la solution de  
**risk management**

Travaillez **en  
toute sérénité**  
avec les entreprises  
du **monde entier**



**Ellipro** est une solution  
d'Ellisphere

Scannez le  
**QR Code**



Ellisphere

Siège social : Tour Franklin 100-101 Terrasse Boieldieu 92042

Paris La Défense Cedex - S.A.S. au capital de 2 519 229 euros

482755741 - RCS Nanterre

exemple, dans le cadre de la relance du secteur de la défense, il va falloir financer le besoin en fonds de roulement de la supply chain. » Un accompagnement sur lequel les factors peuvent se positionner. « Dans le contexte actuel, nous sommes très attentifs aux besoins spécifiques des différentes filières, précise Frédéric Madalle, directeur général adjoint de Crédit Agricole Leasing & Factoring, en charge du pôle développement international et affacturage. Aujourd'hui, certains secteurs comme l'agriculture ou les filières d'approvisionnement souffrent plus particulièrement tandis que d'autres, comme la défense, pourraient nécessiter un soutien particulier pour relancer leur activité. Des besoins auxquels nous sommes en mesure

de répondre notamment au travers de nos solutions de reverse factoring. » C'est également pour soutenir les entreprises que BNP Paribas Factor propose depuis peu son offre de financement du crédit de TVA. « Cette solution s'adresse aux entreprises qui sont structurellement en crédit de TVA et qui souhaitent avoir un remboursement anticipé et une meilleure visibilité sur ce crédit d'impôt, indique Marc Balaguer. Elle peut aider les entreprises dans la gestion et l'optimisation de leur trésorerie pour leur permettre de financer leur développement. »

### Des factors en ordre de marche sur la facture électronique

Enfin, la réforme sur la facture

électronique reste un point d'attention important pour les factors. Pour le moment, ils s'attachent surtout à sensibiliser les entreprises sur la réforme, comme le fait par exemple BNP Paribas Factor avec ses vidéos pédagogiques disponibles sur sa page LinkedIn et son site internet. D'autre part, tous travaillent à la mise à disposition de leurs clients d'une PDP, dans la plupart des cas via des partenariats. « Nous travaillons avec la PDP de Doxallia, notamment pour accompagner les petites entreprises via leur expert-comptable », explique Frédéric Madalle. Le factor entend ainsi offrir l'opportunité aux experts-comptables de proposer des solutions de financement à leur client.



## Vers une consolidation du marché du recouvrement de créances ?

Le marché du recouvrement de créances est encore resté dans une bonne dynamique en 2024. Une tendance observée par de nombreux prestataires de la place dont par exemple Intrum, EOS ou encore Cabinet Arc. « Nous avons enregistré une croissance de 5 % de notre activité l'année dernière, par rapport à la même période en 2023, précise ainsi Thomas Duvacher, président d'Intrum France. Cette croissance devrait être largement confortée cette année et pourrait même atteindre les 10 % en raison des nombreux appels d'offres remportés en 2024. » Le dynamisme de ce marché est en premier lieu porté par la volonté des entreprises d'accélérer leurs rentrées de cash et de prévenir les risques d'impayés. « Les entreprises nous confient de plus en plus de dossiers en recouvrement amiable et judiciaire, pré-

cise Denis Le Bossé. Nous avons également de plus en plus de demandes d'accompagnement dans l'organisation des process internes de recouvrement de créances et pour l'externalisation de la relance des comptes clients en marque blanche. » Parallèlement, quelques acteurs du marché bénéficient également de l'application en France de la directive NPL (non-performing loan ou prêt non performant).

Cette directive impose notamment aux gestionnaires de crédit d'obtenir un agrément, délivré en France par l'Autorité de contrôle prudentiel et de résolution. Elle a été transposée en droit français en décembre 2023 et est entrée pleinement en application depuis le 29 juin 2024. « A ce jour, neuf sociétés d'acquisition de créances ont reçu l'agrément APCR les autorisant donc à racheter des portefeuilles de

créances B-to-C du secteur bancaire : Cabot Financial France, Intrum, iQera, 1640 Finance, EOS, Arc, Veraltis, Codeactive et Link Financial », précise Sébastien Bouchindhomme, délégué général de la FIGEC. Initialement mise en place pour réguler le marché et le rendre plus accessible, elle pourrait bien in fine le déstabiliser et devenir un argument commercial pour les prestataires du recouvrement ayant décroché l'agrément. « En effet, si cet agrément APCR ne vaut que pour le rachat de créances B-to-C aux banques, il représente néanmoins un gage de qualité et de sécurité des process reconnu par le marché et plébiscité par les entreprises qui nous confient leurs créances », précise Thomas Duvacher. Intrum estime d'ailleurs qu'à terme, cette directive pourrait conduire à une consolidation du marché des prestataires du recouvrement de créance. ■

# Facturation électronique : les acteurs rentrent dans le vif du sujet

Les prestataires du marché et les entreprises poursuivent leurs efforts pour tenir les échéances de la mise en place de la facture électronique obligatoire, qui pour le moment restent maintenues : le basculement progressif commencerait effectivement en septembre 2026, toutes les entreprises devant alors être en mesure de recevoir des factures électroniques.



Un nouveau rebondissement concernant la réforme sur la facturation électronique est encore survenu en mars, contre lequel l'ensemble de l'écosystème a dû se liguer. Un amendement du rapporteur Christophe Naegelen (LIOT) a en effet été adopté le 24 mars par la commission de l'Assemblée nationale chargée d'examiner le projet de loi de simplification de la vie économique, visant à reporter l'obligation d'émission des factures électroniques pour les grandes entreprises et les ETI au 1er septembre 2027 et pour les PME, TPE et micro-entreprises au 1er septembre 2028. Cet amendement se voulait être un appel à l'adresse du gouvernement afin que soit honoré l'engagement pris de mettre à disposition un portail public de facturation à destination des petites entreprises pour les accompagner dans le

passage à la facturation électronique. En effet, en renonçant, en octobre dernier, à faire du Portail public de facturation (PPF) une plateforme de dématérialisation, le gouvernement privait par là même les petites entreprises de ce service gratuit. Ce nouvel amendement faisait l'objet d'un large consensus parmi tous les groupes politiques. Mais le gouvernement, qui s'y opposait, a réussi à faire passer un contre-amendement.

## Les prestataires du marché contre un nouveau report

A date, le calendrier de passage à la facturation électronique reste donc inchangé. Au 1er septembre 2026, toutes les entreprises devront être en capacité de recevoir des factures électroniques, et les grandes entreprises et ETI de les émettre. L'obligation d'émission sera étendue à toutes les entreprises au 1er septembre 2027. Au-delà de cette dimension politique et réglementaire,

la plupart des acteurs œuvrant à la mise en place de cette réforme, dont les PDP (plateformes de dématérialisation partenaires), les OD (opérateurs de dématérialisation), éditeurs, intégrateurs, consultants, experts-comptables, ainsi que l'AIFE (Agence pour l'informatique financière de l'Etat), la DGFIP ou encore le FNFE-MPE (Forum national de la facture électronique et des marchés publics électroniques) se mobilisent contre ce nouveau report. Les réactions se sont ainsi multipliées, en particulier sur les réseaux, pour défendre le maintien du calendrier et la poursuite de la réforme. « Tout l'écosystème de la réforme a été surpris par cette annonce parvenue au travers d'un texte au sein duquel elle n'était pas attendue, affirme Christophe Viry, product & marketing director chez Generix Group. Trois jours avant le dépôt de cet amendement, lors de la réunion de la communauté des relais, le directeur général adjoint de la



**« Toutes les plateformes de dématérialisation partenaires ne géreront pas avec la même efficacité les cas d'usage les plus complexes, surtout au démarrage de la réforme. »**

**Sabrina Hué**, directrice de projet facturation électronique, Julhiet Sterwen

DGFIP confirmait l'élan de la réforme en précisant que le planning et ses jalons seraient respectés et que le service annuaire était en cours de déploiement auprès des PDP. » Selon le conseil national de l'ordre des experts-comptables, un nouveau report créerait une désorganisation massive pour les entreprises ayant déjà engagé leur transition, désorienterait les éditeurs de logiciels et enverrait un signal de démobilisation à l'ensemble des acteurs économiques. « Ce nouveau report met en péril une réforme structurante, déjà repoussée à plusieurs reprises, malgré l'anticipation et les fortes attentes des acteurs économiques, estime Damien Charrier, président du Conseil national de l'ordre des experts-comptables. Un report général, c'est non seulement faire peser une charge d'incertitude sur les entreprises, mais c'est aussi prendre le risque de tuer la réforme dans son élan. Les experts-comptables restent mobilisés, opérationnels, et les entreprises sont prêtes. » Par ailleurs, le dépôt de cet amendement, justifié notamment par le fait que le gouvernement ne mettrait plus à la disposition une solution gratuite, ne tient plus la route aujourd'hui. « Afin de répondre aux besoins des petites entreprises, certaines PDP ont en effet annoncé mettre en place une offre freemium (gratuite) sur la base des services minimums que proposait le Portail public de facturation », rappelle Jérôme Grignon, Partner

chez Deloitte.

### Les travaux sur la réforme toujours en cours

Cette volonté des acteurs de la place de rester mobilisés est également portée par les avancées des travaux sur la mise en place de la facturation électronique. « L'annuaire central du PPF, qui est une base de données des entreprises assujetties à la TVA et donc soumises à la réforme, est actuellement en phase de déploiement auprès des PDP, souligne Cyrille Sautereau. A partir de mai, il sera ouvert en production pour les entreprises qui pourront alors demander aux PDP qu'elles aient choisies d'initialiser leurs adresses de réception des factures et ainsi commencer à échanger leurs factures via les PDP. Cet automne, une nouvelle phase de tests débutera, cette fois entre les PDP et le concentrateur de données du Portail public de facturation (PPF), qui pour sa part permettra la collecte des données de facturation et leur transmission auprès de l'administration fiscale dans le cadre de la réforme et notamment sur le volet e-reporting. Cette phase de test est également indispensable pour valider l'immatriculation des PDP. Enfin, la mise en production du concentrateur de données du PPF débutera au début de l'année 2026. Elle permettra aux entreprises volontaires de tester les transmissions de l'ensemble de leurs flux d'e-invoicing et d'e-reporting de bout en bout. » Les PDP continuent par ailleurs de tester leur interopérabilité avec le réseau Peppol

France. « Ce réseau pourra faciliter l'interopérabilité des flux entre les PDP, qui auront la possibilité de l'intégrer, mais sans obligation », souligne Sabrina Hué, directrice de projet facturation électronique chez Julhiet Sterwen.

Parallèlement, les travaux de normalisation des échanges entre PDP, désormais gérés par une commission Afnor, se poursuivent également. Cette norme Afnor va permettre une homogénéisation des processus pour gérer l'e-invoicing (envoi des données de facturation) et l'e-reporting (envoi des données concernant la transaction et son paiement). Elle va donc faciliter l'interopérabilité, sachant qu'elle s'adosse à l'utilisation du réseau Peppol, réseau européen de messagerie sécurisée. « Les commissions Afnor travaillent sur la normalisation du socle commun de la réforme et notamment sur les sujets des cas d'usage et de l'e-reporting, mais aussi sur l'interopérabilité et l'uniformisation des interfaces entre PDP, entre les OD et les PDP et entre les PDP et le PPF, précise à ce sujet Eric Valion, directeur expérience client, coordinateur principal B2B France chez Esker. L'ensemble de ces commissions est invité à rendre ses travaux d'ici septembre prochain. »

### Une norme pour s'adapter à l'évolution du marché

Cet encadrement par la norme Afnor permettra à l'ensemble des acteurs du marché mais aussi aux entreprises de s'assurer du choix de leur PDP, et ce y compris dans les années à venir. « En effet, le marché des PDP et des fournisseurs de services autour de la facturation électronique va évoluer avec le temps, précise Olivier Taligault, global mandate program lead de Basware. Disposer d'une norme sur laquelle s'appuyer permettra aux entreprises de pouvoir s'adapter à ces évolutions de marché, et si nécessaire de changer d'opérateur en fonction de l'évolution de leurs propres besoins,

# La facturation électronique doit être envisagée comme un projet global

Alors que les échéances concernant la mise en place de la facturation électronique dans les entreprises se rapprochent, Esker revient sur la nécessité pour les entreprises de se mettre dès maintenant en ordre de marche.



**Eric Valion, directeur expérience client, coordinateur principal facturation électronique B2B France chez Esker**

### Où en sont les travaux sur la facturation électronique ?

Aujourd'hui, les commissions Afnor sur la facturation électronique sont une réalité. Elles travaillent notamment sur les cas d'usage, l'interopérabilité, l'e-reporting ou encore l'uniformisation des interfaces entre PDP, entre PDP et OD ainsi qu'avec le concentrateur des données (ex-PPF). L'ensemble de ces commissions est invité à rendre ses travaux d'ici septembre 2025. Parallèlement, les travaux autour de l'annuaire central se sont poursuivis. Ils s'organisent en plusieurs étapes. Des tests de l'annuaire central, actuellement en cours, s'articulent autour de quatre phases échelonnées entre janvier et mai, date à partir de laquelle l'annuaire sera mis en production. Dès que l'interopérabilité entre PDP sera active, les entreprises pourront alors commencer à échanger

leurs factures via les PDP, sans pour autant qu'il y ait encore de remontée auprès du portail public de facturation. A compter de l'automne 2025, ce sont les différentes phases de tests entre les PDP et le concentrateur du PPF qui débiteront. Elles permettront notamment aux PDP de valider leur immatriculation. La mise en production du PPF commencera au début de l'année 2026 et une phase dite du « Grand Pilote » pourra débiter et s'étalera jusqu'au 31 août 2026, veille de l'application de la réforme. Elle permettra aux entreprises volontaires de tester les transmissions de l'ensemble de leurs flux d'e-invoicing et d'e-reporting.

### Au-delà de ces jalons, quelles démarches les entreprises doivent-elles mener pour leur mise en conformité ?

Parallèlement à ces étapes, les entreprises doivent se mettre en ordre de marche. Il faut en effet qu'elles puissent se projeter en termes de budget, de planning et de partage des responsabilités, en particulier concernant les cas d'usage. Il leur revient ainsi en premier lieu de cartographier leurs flux et leurs cas d'usage, la façon dont elles les traitent déjà dans leur entreprise, ainsi que l'impact sur leurs process. Certains cas d'usage étant complexes, comme ceux faisant intervenir des tiers dans la chaîne de traitement et de paiement (tels que des factors, les sous-traitants) ou propres à des secteurs d'activité (BTP énergie...), nous leur conseillons vivement de se faire accompagner dans cette démarche par des sociétés de conseil. Dans un second temps, les entreprises doivent travailler à la qua-

lification de leurs référentiels clients et fournisseurs et à la mise à jour de leur piste d'audit fiable. La démarche est indispensable pour que les PDP puissent ensuite jouer pleinement leur rôle d'émission et de réception de factures, dans le respect de la réglementation. Le choix de la PDP et des OD interviendra ensuite. Dans le cadre de ces travaux préparatoires qui restent surtout du ressort de l'entreprise, les PDP ont avant tout un rôle pédagogique à jouer. Une mission dans laquelle Esker s'engage d'ailleurs pleinement.

### Les cas d'usage déterminent-ils le choix de la PDP ?

Logiquement, les PDP doivent couvrir l'exhaustivité des cas d'usage. Lorsque nous recevons et acceptons de répondre à un cahier des charges qui nous est soumis, nous devons être en mesure d'en gérer les cas d'usage. Il est néanmoins important, dans le cadre du choix de la PDP, de vérifier dans quelle mesure l'éditeur gère les cas d'usage, en particulier les plus complexes, car certaines PDP pourraient opérer sur un périmètre plus réduit que d'autres. D'autre part, au-delà de la mise en œuvre d'une solution de facturation électronique, les entreprises doivent aussi s'interroger sur les impacts de la réforme sur leurs process et systèmes tiers en lien avec le sujet, comme c'est par exemple le cas de ceux liés à la gestion des notes de frais ou encore les systèmes de caisse. La gestion de ces impacts devra alors être menée de front avec le projet de mise en conformité avec la facturation électronique. Autant de chantiers d'envergure, qui nécessitent donc que les entreprises accélèrent leur projet sur le sujet. ■

et ce à moindre coût et de la manière la plus processée possible. »

### Les cas d'usage complexes déjà étudiés

Une commission Afnor est ainsi plus particulièrement dédiée aux cas d'usage, qui correspondent à des circuits ou des problématiques métiers. Ces cas d'usage avaient un temps été mis de côté après l'annonce du recentrage du PPF sur l'annuaire et le concentrateur de données. La dernière publication actualisée des spécifications relatives aux cas d'usage remonte ainsi à juin 2024. 36 cas d'usage étaient alors dénombrés. Aujourd'hui, le sujet est de nouveau d'actualité. « Il revient désormais à la commission Afnor en charge notamment de ces cas d'usage de les mettre à jour et de documenter les modalités de facturation ou des circuits spécifiques à certains secteurs ou métiers et comment ils doivent être gérés dans le cadre de la facture électronique, ajoute Cyrille Sautereau. Cette documentation servira de support aux PDP pour orienter les développements de leur plateforme, mais aussi à l'ensemble des systèmes de gestion et aux entre-

prises s'agissant de leurs pratiques en matière de facturation. Il incombe également à cette commission d'enrichir progressivement cette documentation avec les cas d'usages plus spécifiques présentés progressivement par les entreprises. »

Très peu d'entreprises (pour ne pas dire aucune) vont se retrouver confrontées à l'ensemble des cas d'usage. « Certains cas d'usage seront rares et ne concerneront que ponctuellement, voire jamais, la majorité des entreprises, précise Sabrina Hué. C'est notamment le cas lorsque la facture doit être réglée par un tiers factor, qu'il soit identifié dès la facturation (affacturage, centralisation de trésorerie) ou inconnu à ce stade (subrogation par un factor désigné ultérieurement). Il en va de même pour les factures prises en charge par un tiers, comme dans le cadre de la sous-traitance avec paiement direct en B2G ou de la co-traitance en B2B et B2G. Ces situations complexes impliquent au moins trois acteurs – le fournisseur, le ou les sous-traitants et l'acheteur – et sont particulièrement fréquentes dans des secteurs comme le BTP ou les médias. » Certaines

entreprises concernées par ces cas d'usages complexes restent d'ailleurs encore circonspectes sur leur fonctionnement. « Les cas d'usage sont un des points clés de cette réforme, explique Hélène Saliba, responsable ADV recouvrement au sein de Régie Networks. Par exemple, nous travaillons notamment avec des agences médias qui sont des intermédiaires entre les annonceurs et nous. Ces agences, aussi appelées "mandataires", peuvent être payeuses ou non payeuses. Dans ce cadre-là, nous sommes soumis à la loi Sapin : dès lors qu'un tiers payeur intervient, il appartient au vendeur de transmettre la facture au payeur. Dans les faits, comment cela va-t-il fonctionner demain ? S'il y a un tiers payeur, il fera un appel de fonds à l'acheteur – en parallèle de notre facture. Qui de l'acheteur ou du mandataire mettra alors à jour le cycle de vie de la facture ? » Sur ce cas d'usage spécifique, les entreprises concernées vont avoir besoin de la position de la DGFIP sur la pratique actuelle de la loi Sapin pour voir comment cela fonctionnera demain. « Face à la complexité de certains cas d'usage, toutes les PDP ne les géreront pas avec la même efficacité, surtout au démarrage de la réforme, insiste Sabrina Hué. D'où la nécessité pour les entreprises, avant de choisir leur PDP, de cartographier leurs cas d'usage, d'évaluer leur volume et d'analyser leurs impacts sur la TVA et les processus. Dans un second temps, elles doivent interroger les PDP sur leur capacité à prendre en charge ces cas spécifiques et sur les échéances prévues. Pour cela, elles peuvent demander une visibilité sur leur feuille de route. » D'ailleurs plus globalement, il convient que les entreprises vérifient la capacité de la PDP retenue à l'accompagner jusqu'au bout de leur projet. Le nombre de PDP en passe d'être immatriculées, 87 aujourd'hui et bientôt 90, n'est en effet pas extensible, ce qui pourrait poser des problématiques de tension sur le marché. ■

Anne Del Pozo

## DEUX AXES POUR LES TRAVAUX DE NORMALISATION MENÉS PAR L'AFNOR

- Les travaux de normalisation menés par l'Afnor dans le cadre de la réforme sur la facturation électronique seront menés au travers de deux commissions.
- – La commission « administration », placée sous la responsabilité de l'AIFE et la DGFIP, est chargée des spécifications relatives au Portail public de facturation ; elle a un regard sur les travaux de l'ensemble des autres groupes et de l'Autorité Peppol France, fixe les orientations et assurera la cohérence et la transposition des travaux dans le cadre juridique. Cette commission dispose de deux groupes de travail : le groupe « régulation/administration » reprenant les flux 1, 6 et 10, et le groupe « cas d'usage annuaire » incluant la mobilité inter-PDP et la comptabilité avec Peppol.
- – La commission « facturation électronique » prend en charge le socle normatif à l'attention des PDP : flux 2, cycle de vie, e-reporting, cas d'usage. Ses travaux seront répartis sur cinq groupes de travail : le groupe « normalisation facture et cycle de vie » (flux 2, formats, profils, règles de gestion, flux 6 et composants techniques associés), le groupe « cas d'usage » facture, le groupe « cas d'usage » e-reporting, le groupe « standardisation des interfaces » en charge de définir des API communes supportées par les PDP au profit des entreprises et des OD, et enfin le groupe « maintenance internationale » afin d'assurer la représentation de la France au sein des instances européennes de normalisation de la facture électronique.

# L'ERP, socle du passage à la facturation électronique

Alors que les échéances de la mise en place de la facturation électronique se rapprochent, l'heure est désormais au choix des PDP pour les entreprises. Le recours à une solution unique et complète de facturation électronique intégrée à un ERP présente alors de nombreux avantages.



Vianney Donadoni,  
product marketing  
manager chez Cegid

### Pourquoi les PDP sont-elles désormais au cœur de la réforme sur la facturation électronique ?

Pour se mettre en conformité avec la réforme sur la facturation électronique, toutes les entreprises se doivent de passer par une plateforme de dématérialisation partenaire (PDP). En effet, le 15 octobre dernier, le gouvernement a annoncé renoncer à faire de son portail public de facturation (PPF) une plateforme de dématérialisation. Pour émettre et recevoir des factures électroniques dans le cadre de transactions BtoB domestiques (e-invoicing), et transmettre à l'administration fiscale toutes leurs données transactionnelles BtoB et BtoC et leurs factures à l'international (e-reporting), les entreprises devront donc désormais utiliser une PDP. Le PPF, pour sa part, conserve son rôle d'annuaire central des entreprises et de concentrateur des données de facturation et d'e-reporting pour les remettre à la Direction générale des finances publiques (DGFIP). Face à ce nouvel élément de contexte, les PDP se retrouvent donc au cœur du dispositif de la réforme, et tout l'enjeu pour les entreprises consiste à choisir celle qui répondra le mieux à leurs besoins.

### Doivent-elles faire ce choix dès maintenant ?

Certes, sous la pression des organisations de petites entreprises, des députés ont intégré un amendement, adopté le 24 mars 2025 en commission, pour reporter d'un an la mise en œuvre de la facture électronique, sous le prétexte que la DGFIP a renoncé à la PPF et aux services gratuits qu'elle proposait pour la transmission et la réception de factures. Au regard des avantages de la réforme, comme la réduction des délais de paiement et la lutte contre la

fraude fiscale, le vote final de cet amendement est encore très incertain et à ce stade, il serait dangereux que les entreprises se démobilisent une nouvelle fois.

Il est donc en effet crucial que les entreprises commencent les travaux de mise en conformité afin d'éviter une pression de délai qui pourrait les contraindre à choisir un acteur PDP qui, bien que disponible pour déployer dans les temps, ne soit pas le bon.

### Quels points de vigilance avoir dans le choix d'une PDP ?

Le choix d'une PDP ne se fera qu'après avoir cadré le projet, analysé les besoins métiers, réalisé une cartographie des différents flux et qualifié les données. La PDP retenue devra pour sa part répondre à plusieurs exigences. L'entreprise doit notamment s'assurer qu'elle est en phase d'immatriculation par la DGFIP et qu'elle respecte les cas d'usages qui sont en cours de normalisation par les commissions Afnor. D'autre part, la PDP devra aussi s'interopérer avec le réseau mondial Peppol (Pan-European Public Procurement OnLine) qui permettra de gérer l'ensemble des flux entre les PDP. Au-delà de ce socle de base, la PDP doit également répondre aux besoins et à l'organisation de l'entreprise mais aussi être en capacité de s'adapter à son système d'information. Cette réforme est en effet aussi une opportunité pour les entreprises de pousser un cran plus loin l'automatisation de leurs processus.

### Quels sont les atouts d'une offre unique et complète de facturation électronique intégrée aux ERP ?

Pour générer de la valeur, les entreprises doivent pouvoir s'appuyer sur une solu-

tion unique permettant le partage d'un référentiel et de processus communs. Cette notion de valeur n'est pas intrinsèque à leur projet de facturation électronique. Elle passe avant tout par leur ERP. Dès lors que l'ERP intègre une PDP, l'entreprise pourra, en plus de répondre aux exigences de la réforme sur la facturation électronique, optimiser ses processus P2P (procure-to-pay) et O2C (order-to-cash).

### Cegid accompagne-t-elle les entreprises dans cette approche ?

Cegid intègre en effet, dans toute sa gamme d'ERP, l'opérateur de dématérialisation (OD) et la plateforme de dématérialisation partenaire (PDP) de Cegid, pour plus de simplicité et de fiabilité. Mais aussi la lecture et reconnaissance automatique de documents (LAD/RAD). Avec celle-ci, Cegid entend faciliter la capture des données des factures internationales. Bien que non obligatoire, contrairement à la PDP, cette solution constitue un atout indéniable pour compléter l'e-reporting et aider considérablement les entreprises à se mettre en conformité sur la communication de leurs données transactionnelles auprès de l'administration fiscale.

### Quand ces solutions seront-elles disponibles ?

Pour Cegid XRP Flex, la solution de facturation électronique est intégrée nativement et sans surcoût (quel que soit le volume de factures). Tous les clients de cette solution bénéficieront de l'intégralité de ces technologies dès le mois d'octobre 2025. Pour les autres solutions ERP de Cegid (Cegid XRP Ultimate, Cegid XRP Sprint et Cegid PMI), l'intégralité de la solution de facturation est déjà disponible en option. ■

# Le directeur fiscalité monte en puissance dans les directions financières

Fortement dépendantes des évolutions législatives en matière fiscale, les missions des directeurs de la fiscalité en entreprise sont en constante évolution. Une situation qui contribue à l'attractivité d'un métier de plus en plus financiarisé : les responsables de la fiscalité, souvent rattachés auparavant aux directions juridiques, sont désormais intégrés aux directions financières.

**P**lus que jamais, les responsables fiscaux en entreprises sont sous les feux de la rampe. Une mise en lumière portée par l'actualité du moment et en particulier par la politique douanière de l'administration Trump ou encore par la mise en place prochaine du volet « e-reporting » de la réforme sur la facturation électronique. « L'attractivité de notre métier repose d'ailleurs notamment sur la diversité des missions qui peuvent nous être proposées mais aussi par son évolution permanente, au gré notamment des réglementations ou des lois de finance », souligne Allison Souanef, directrice fiscalité chez Vestiaire Collective et adhérente de l'A3F.

Face à une fiscalité qui en France évolue en permanence, le directeur fiscal intervient comme gardien du temple des règles de gestion fiscale. Il lui revient également de recommander les meilleures options qui s'offrent à l'entreprise pour optimiser sa fiscalité en fonction de sa situation financière et de ses besoins, sans pour autant commettre de manquement par rapport à la législation, ce qui pourrait occasionner un redressement fiscal. « Notre rôle principal consiste notamment à déterminer la juste charge d'impôt

de notre organisation et à veiller aux bonnes connaissances des règles fiscales, explique Marie Egloff, directrice fiscale groupe de Worldline et adhérente de l'A3F. Par exemple chez Worldline, j'ai notamment pour mission de sensibiliser les équipes R&D sur les dispositifs fiscaux comme le crédit impôt recherche. Il nous revient également de gérer les contrôles fiscaux. » Ainsi en cas de contrôle fiscal, le directeur fiscal doit être en mesure de justifier chaque choix effectué au nom de l'entreprise et d'en défendre les intérêts.

## Un métier aux multiples facettes

Le directeur fiscal joue également un rôle de conseiller lors de chaque projet ou décision majeure impliquant d'importants mouvements financiers, qu'il s'agisse de dépenses ou de gains. « Une mission que les responsables fiscaux ne peuvent remplir qu'en s'impliquant fortement auprès des opérationnels, ajoute



« Notre rôle principal consiste à déterminer la juste charge d'impôt de notre organisation et à veiller aux bonnes connaissances des règles fiscales. »

**Marie Egloff**, directrice fiscale groupe, Worldline



### QUEL SALAIRE POUR UN DIRECTEUR FISCAL ?

- Débutant dans la fonction, en cours de développement de certaines compétences clés : 100 000 €
- Expérience intermédiaire, possède la plupart des compétences clés : 120 000 €
- Expérience reconnue, possède toutes les compétences clés : 150 000 €

Source : Robert Half

Marie Egloff. De plus en plus, nous intervenons en support auprès d'eux dans le cadre de leurs projets de fusions, acquisitions, investissements, implantations à l'étranger, etc. » La gestion de fiscalité de projets est ainsi une mission à laquelle Allison Souanef s'est longtemps attelée lorsqu'elle était chez Alstom. « A ce titre, mon rôle consistait à structurer, d'un point de vue TVA et IS, les projets de l'entreprise, précise Allison Souanef. Comme dans les grands groupes nous avons beaucoup d'éléments financiers à faire apparaître pour les investisseurs, tels que le taux effectif d'imposition (dont font partie les crédits d'impôts), notre rôle consiste aussi à réaliser des reportings. »

Les missions du directeur fiscalité varient par ailleurs en fonction de la structure et de l'activité de l'entreprise. « Chez Vestiaire Collective, je suis arrivée pour une création de poste, donc tout était à faire, poursuit Allison Souanef. L'enjeu était d'autant plus intéressant que la société, spécialisée dans la vente de seconde main sur Internet, évolue sur un secteur nouveau avec une législation mouvante. J'ai notamment dû refondre totalement la structure prix de transfert du groupe mais aussi mener un projet de mise en place d'une API (application programming interface) dédiée à la TVA, de bout en bout.

### Une profession qui se financiarise

Pour remplir ces différentes missions, les directeurs de la fiscalité tendent à changer de posture dans les organisations et à se rapprocher des équipes financières. « Auparavant, les fiscalistes pouvaient être rattachés au département juridique de l'entreprise, alors que nous assistons maintenant à une financiarisation de nos missions, constate Marie Egloff. Il nous revient aujourd'hui de justifier auprès de la direction financière l'impact d'une prise de décision en termes de tax cash et de taux effectifs d'imposition. D'autre part, depuis la mise en place de Pilier 2, le fiscaliste doit désormais s'adapter à la notion d'impôt différé. »

De plus en plus, la production fiscale est désormais gérée en collaboration avec les départements consolidation et comptabilité. « Un rapprochement avec les équipes comptables qui va d'ailleurs se renforcer avec la mise en place de la réforme sur la facturation électronique et en particulier avec son volet e-reporting, précise à ce sujet Jill Alix Martineau, directrice des affaires fiscales du groupe SNCF. En effet, avec cette réforme, le reporting des données comptables et fiscales vers l'administration se fera automatiquement. Il va donc nous falloir travailler sur nos processus de contrôle de TVA en amont de cette transmission à l'administration fiscale et vérifier ensuite que ce qui

a été transmis correspond bien à ce que nous aurions déclaré. Cette réforme implique des travaux de cadrage importants qui sont actuellement l'une de nos priorités. » La digitalisation de la profession a également contribué à la mutation du métier de fiscaliste. « La profession connaît en la matière une véritable révolution culturelle, ajoute Jill Alix Martineau. Aujourd'hui, il ne nous suffit plus de juste comprendre les ERP, nous devons également maîtriser les outils qui permettent de comprendre, analyser et reporter les données. »

### Des profils aux compétences IT et financières

Face à la financiarisation et à la digitalisation de la profession, les compétences des directeurs de la fiscalité mais également de leur équipe évoluent. « Par exemple, pour faire face à la mise en place de la facturation électronique et le besoin de contemporanéité des informations demandées par les administrations fiscales, nous recrutons actuellement un tax opérationnel capable d'aller chercher de la data dans les systèmes d'information, précise Marie Egloff. Nous comptons également dans notre équipe de fiscaliste des profils économistes ou contrôleurs de gestion pour travailler notamment sur les prix de transfert. » Plus globalement, les fiscalistes avec un vernis IT et une appétence marquée pour les chiffres sont de plus en plus plébiscités par les recruteurs. « Des compétences qui s'ajoutent à un socle technique de base sur les questions de TVA, prix de transfert, douane, intégration fiscale ou encore impôts locaux », précise Jill Alix Martineau. Souvent, les fiscalistes ont à cet effet une formation de juriste, d'avocat, ou un master en droit des affaires et fiscalité. Certains sont également passés par des écoles de commerce. « Ces compétences techniques ne font cependant pas tout, ajoute Jill Alix Martineau. Le responsable fiscalité doit également avoir une vision transverse de l'entreprise pour être en capacité de faire des arbitrages sur des prises de décisions stratégiques, ou d'appréhender sous toutes leurs dimensions des dossiers fiscaux complexes. Il doit aussi savoir communiquer tant en interne auprès des opérationnels qu'en externe, auprès des vérificateurs ou de ses autres interlocuteurs, notamment au sein de l'administration fiscale. » Si les compétences attendues pour occuper le poste de directeur fiscal sont de plus en plus étendues, elles ouvrent néanmoins la voie à des perspectives d'évolutions hors du seul champ de la fiscalité, pour par exemple prendre des fonctions de direction financière ou de direction générale. ■

Anne Del Pozo

# NIS 2 fait planer une menace sur les dirigeants



Adopté mi-mars en première lecture au Sénat, le projet de loi dit « résilience » lance la transposition en droit français de la directive européenne relative à la cybersécurité NIS 2. Un sujet qui a de quoi préoccuper les dirigeants des 15 000 entités françaises concernées.

**L**es dirigeants des entités concernées par NIS 2 risquent-ils de voir leur responsabilité pénale engagée ? Cette idée effleure souvent les esprits, alors que le cadre réglementaire final se fait attendre : la directive européenne, destinée à assurer un niveau élevé de cybersécurité dans l'ensemble de l'Union européenne, n'a pas encore été transposée en droit français en dépit de la date butoir d'octobre 2024. Et même si le projet de loi dit « résilience » a été adopté en première lecture par le Sénat, mi-mars, il reste à savoir où l'Assemblée nationale posera les curseurs, avant que ne circulent les décrets d'application. Une perspective attendue au mieux

avant l'été, mais cette échéance est peu probable au regard de la façon dont le corpus législatif évolue depuis mi-2024. Seule certitude, à date : la responsabilité pénale des dirigeants ne figure pas dans l'accord conclu entre les 27 Etats membres. Mais chacun de ces derniers ayant toute latitude pour aller plus loin que la directive, il se dit que la France pourrait faire du zèle comme au moment de s'approprier le règlement général sur la protection des données (RGPD). Pour les avocats spécialisés, en revanche, c'est peu probable.

## Double régime de sanctions

Pour l'heure, c'est un double régime qui est prévu en cas de manquement à NIS 2. Primo, des sanctions pécuniaires à l'en-

contre des deux catégories de structures telles que définies dans le texte : jusqu'à 10 millions d'euros ou 2 % du chiffre d'affaires mondial pour les entités essentielles, et jusqu'à 7 millions ou 1,4 % du chiffre d'affaires mondial pour les entités importantes. Secundo, une responsabilité personnelle du dirigeant qui pourra notamment – à la demande de la future commission des sanctions de l'Agence nationale de la sécurité des systèmes d'information (ANSSI) – faire l'objet d'une interdiction provisoire d'exercer, le temps de la mise en conformité de l'entité concernée.

En résumé, les pénalités seraient de nature administrative. « Il semble que le projet de loi de transposition opte, en l'état des travaux, pour une dépenalisation des sanctions, analyse Camille Potier, associée du cabinet d'avocats Chatain Associés. Qui plus est, l'interdiction provisoire d'exercer devrait être une solution de dernier recours, réservée aux cas de refus persistant de se soumettre à une injonction. La procédure devant la commission des sanctions devrait être détaillée, avec toutes les garanties des droits de la défense. Et surtout, il faudra assurer la séparation des activités de conseil et d'accompagnement de l'ANSSI de celles de contrôle pouvant aboutir à la saisine de la commission des sanctions, placée auprès du Premier ministre. »

D'où peut donc provenir cette idée d'une responsabilité pénale à venir ? Probablement de la complexité du texte d'origine très dense, mais pas seulement. « Le régime établi en 2016 avec NIS 1 prévoyait des sanctions allant jusqu'à 120 000 euros d'amende à l'encontre du dirigeant, mais ce système juridiquement bancal n'a jamais fonctionné, pointe Marc-Antoine Ledieu, associé du cabinet éponyme. Avec NIS 2, la menace se renforce du fait de la perspective d'une interdiction d'exercer pour les dirigeants et membres du comex. Il



*« Il semble que le projet de loi de transposition opte, en l'état des travaux, pour une dépenalisation des sanctions. »*

**Camille Potier,**  
associée du cabinet d'avocats  
Chatain Associés

faut surtout y voir une façon de responsabiliser ces derniers, qui pourraient être tentés d'éviter les dépenses nécessaires pour se conformer à la quantité de mesures prévues dans le projet de décret. »

#### **Modalités pratiques à surveiller**

De toute façon, l'ANSSI a annoncé qu'elle adoptera une première période d'éducation des 15 000 entités françaises visées par NIS 2, avant de se lancer dans une phase d'investigations et de contrôles. « Les sanctions administratives prévues par NIS 2 font office de procédures quasi pénales, même si l'intérêt de tous est que les entreprises prennent dès à présent conscience de la situation, considère Cyril Gosset, associé du cabinet Gosset Lasek Esclatine. Mais celles-ci seront-elles efficaces, ou bien les entités concernées et leurs dirigeants feront-ils preuve de réticence au moment de s'aligner sur la loi à venir ? Une chose est sûre : les pouvoirs publics chercheront à imposer

rapidement ces règles si le contexte international venait à se tendre davantage. »

Il sera donc intéressant de suivre l'évolution du sujet, car les modalités pratiques de mise en œuvre de NIS 2 se heurteront à la réalité de terrain. Les procédures de contrôle et de sanctions seront scrutées de près, mais déjà pointent à l'horizon d'autres questions... Faudra-t-il étendre le périmètre à d'autres entités pour être efficace ? Devra-t-on prévoir un débat contradictoire entre les parties, pour éviter des amendes disproportionnées ? Les échanges d'informations entre partenaires européens permettront-ils de préserver les secrets (d'instruction, d'enquête, des affaires...) non opposables dans ce cadre ? A suivre. ■

Charles Ansabère



*« Les sanctions administratives prévues par NIS 2 font office de procédures quasi pénales, même si l'intérêt de tous est que les entreprises prennent dès à présent conscience de la situation. »*

**Cyril Gosset,**  
associé du cabinet  
Gosset Lasek Esclatine



Parcours du directeur juridique, organisation de son équipe, explications sur son fonctionnement et sur ses conseils. Découvrez le portrait d'une direction juridique.

## Saur : la direction juridique d'Anne-Laure Duvaud

### Qui la dirige

C'est pour assouvir son envie d'ouverture que, plus jeune, la Lyonnaise Anne-Laure Duvaud a tenu à partir étudier dans plusieurs pays : l'Espagne, l'Allemagne, le Japon mais aussi le Royaume-Uni, où celle qui assure avoir toujours voulu faire du droit des affaires a décroché un DU de la London Guildhall University. « Être au contact de cultures diverses a été clé pour ensuite gérer des équipes et des sujets complexes, affirme-t-elle. Il s'agit en effet de savoir utiliser le bon langage lorsque l'on parle aux différentes fonctions. » Également titulaire d'un DJCE de droit des affaires et fiscalité de l'université Lyon 3, Anne-Laure Duvaud complète son cursus par un master juriste manager

international de l'EM Lyon pour, dit-elle, « mieux comprendre le monde de l'entreprise ». Un parcours tel que, son doctorat de droit en poche, August & Debouzy lui ouvre les portes de son département M&A dès 2001. « J'ai été mise directement dans le grand bain, au contact des clients, sur des sujets complexes » raconte celle qui, cinq ans plus tard, met le cap vers Allen & Overy. En 2011, la jeune avocate part en détachement au sein de la direction juridique et fiscale d'un autre client du cabinet, le groupe Caisse des Dépôts. Un déclic. « A ce moment-là, j'ai eu la chance de travailler avec plusieurs directions différentes, dont la stratégie et le M&A, rapporte Anne-Laure Duvaud. Cela m'a beaucoup



apporté en termes de process, mais cela m'a aussi appris à naviguer dans des organisations complexes. » Une expérience qui l'amène à se

voir confier en 2017 la direction juridique et assurances du groupe Saur, opérateur d'eau potable et de traitement des eaux usées pour les industries et collectivités en

France et à l'international. Anne-Laure Duvaud en est aujourd'hui la secrétaire générale en charge du M&A (finance et opération), du juridique, de la compliance,

des risques, des assurances, de l'immobilier et de la sûreté, tout en étant par ailleurs membre du comex et secrétaire du conseil d'administration.

## Comment elle s'organise

Anne-Laure Duvaud l'assure : si elle a accepté d'endosser ces différentes casquettes, c'est avant tout grâce à son équipe et aux process et systèmes de reporting efficaces qu'elle est parvenue à mettre en place. « Il me semble essentiel d'avoir une organisation claire en interne et des interlocuteurs reconnus pour asseoir la fonction juridique », souligne la juriste qui n'a ainsi pas hésité à renforcer son équipe à son arrivée. Celle-ci est désormais organisée autour de quatre directeurs juridiques dédiés, en plus de la DJ Groupe : France (Safia Djebbar) ;

international & industrie (Laure Frances) ; M&A/financement/gouvernance (Amélie Paquier) ; droit économique & data (Franz Tellier). « Cette organisation permet d'avoir une vision transverse des sujets et de maîtriser les problématiques juridiques du groupe en France et à l'international, Saur étant présent dans 146 pays », explique la directrice juridique. En tout, une trentaine de juristes exercent aujourd'hui au siège d'Issy-les-Moulineaux (92) mais aussi en Espagne, au Portugal, en Pologne, aux Pays-Bas et aux États-Unis. Anne-Laure Duvaud, elle,

s'occupe notamment en direct des opérations de croissance externe de Saur et des appels d'offres de taille significative, des sujets de refinancement, de la relation avec les actionnaires (les fonds d'investissement EQT Partners, DIF-CVC et PGGM) et de la gouvernance. A sa charge également, la mise en place de la stratégie de gestion des contentieux de la société et le reporting au comité d'audit devant les actionnaires et le board. L'un de ses chevaux de bataille actuels ? L'utilisation de l'intelligence artificielle (IA) afin de faciliter le quotidien des métiers juridiques.

## Comment elle se positionne

En tant que secrétaire générale et M&A, mais aussi group general counsel, Anne-Laure Duvaud est rattachée directement au président de Saur, Patrick Blethon. A ses côtés, elle a également participé à

la création d'un comité de direction générale, dont elle fait partie. « Il me semble essentiel de diffuser une culture juridique au sein de l'entreprise. Outre la mise en place d'une organisation ad hoc, cela passe éga-

lement par la défense des budgets », assure-t-elle. Une stratégie gagnante, la direction juridique étant selon elle aujourd'hui une vraie force de proposition en interne. ■

Chloé Enkoua

## Qui la conseille

Concernant les conseils, aucun système de panel n'a été mis en place. « Nous souhaitons juste travailler avec les meilleurs dans un dossier donné, en fonction des enjeux et de la taille des deals », explique Anne-Laure Duvaud. Saur est ainsi assisté ponctuellement par **Latham & Watkins** avec **Jacques-Philippe Gunther** et **Pierre-Louis Cléro**, associés, en concurrence et M&A ; par **Freshfields** avec **Guy Benda**, associé, en corporate/M&A côté actionnaires ; par **Bredin Prat** avec **Guillaume Pellegrin**, associé, sur certains contentieux ; ou encore par **Belay Avocats** avec **Géraldine Eberhardt**, associée, et **Veber Avocats** avec **Mathieu Landrot** en M&A également. La directrice juridique fait en outre appel à **McDermott Will & Emery** avec **Laurent Ayache**, associé, en droit public, et à **Regimbeau** avec **Olivier Prats** et **Emmanuelle Levy**, associés, en propriété intellectuelle.



# Les actifs privés, le marché qui fascine les asset managers



Même s'il a ralenti l'année dernière, le marché des actifs privés présente des perspectives de développement et de rentabilité telles que les asset managers américains comme européens en font une priorité stratégique pour les années qui viennent. Ces métiers présentent toutefois des modes opératoires spécifiques, auxquels les gérants « classiques » vont devoir s'adapter.

**L**e 60/40 est mort, vive le 50/30/20 ? Traditionnellement réparti entre actions et obligations, le fameux ratio de diversification sur lequel se fondent les gérants d'actifs pour construire leurs portefeuilles pourrait être bientôt dépassé, si l'on en croit la lettre annuelle aux investisseurs de Larry Fink, le président de BlackRock, parue en mars dernier. Alors que celle-ci est scrutée par le marché pour y déceler les tendances phares du secteur, le patron du plus gros gérant d'actifs mondial y prédit que les actions et les obligations pourraient bientôt voir leur poids reculer au sein des portefeuilles standard, au profit d'une autre catégorie, celle des actifs privés. De quoi augmenter encore l'engouement pour un marché qui connaît depuis plusieurs années une véritable montée en puissance. En 2023, les actifs alternatifs au sens large représentaient, selon les chiffres du Boston Consulting Group (BCG), 24 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion (AUM) dans le monde, soit 20 % du total des encours, et surtout 54 % des 421 milliards de dollars de l'ensemble des revenus générés par la gestion d'actifs.

## Des marchés devenus incontournables

Même si les chiffres de 2024 pourraient marquer le pas au vu de la bonne tenue des marchés cotés l'année dernière, la tendance ne devrait pas s'infléchir : pas un grand acteur de l'asset management en France, comme à l'étranger, qui n'affiche sa volonté de se renforcer sur le segment. « Alors que les asset managers "traditionnels" intervenaient historiquement en majorité sur les actifs cotés, se positionner sur les actifs privés est devenu un enjeu majeur pour eux, dans la mesure où



mouvements opérés par les GP's sur l'ensemble de la gamme des actifs non cotés, et que la demande des investisseurs, en particulier des assureurs et des fonds de pension, a augmenté face au déclin des rendements obligataires ».

### **Une rémunération supérieure à celle des marchés cotés**

De fait, dans un contexte de taux très faibles et de crises à répétition, les investisseurs ont prêté un intérêt nouveau à ces actifs, certes moins liquides, mais plus rémunérateurs, et décorrélés de surcroît des variations des marchés cotés. Les gérants classiques ont accompagné le mouvement en profitant également du durcissement de la réglementation

ce segment concentre une part significative des revenus du marché, tout en affichant des marges supérieures », souligne Philippe Soussan, directeur associé au BCG.

Les actifs privés ne constituent cependant pas, en tant que tels, un marché récent. C'est aux Etats-Unis que l'activité a commencé à émerger dans les années 1980, portée à l'origine par des acteurs du private equity (les « GP's ») tels que Blackstone, KKR... Au fil du temps, ces derniers ont élargi leur champ d'action à d'autres segments, la dette privée, et les actifs dits « réels », l'immobilier et les infrastructures. Les asset managers sont entrés sur le marché souvent plus tardivement et de façon plus progressive, la plupart du temps par le biais plus large de la gestion alternative. En France, AXA IM Alts et Tikehau font, chacun à leur manière, figure de précurseurs dans ces domaines où ils ont investi dès le début des années 2000 (voir encadré). « L'intérêt pour la classe d'actifs s'est accru depuis le milieu de ces années là, confirme Maël Robin, directeur associé au BCG, mais le marché a vraiment décollé après 2015, lorsque les asset managers ont pris conscience des

bancaire, de l'explosion des nouvelles technologies ou encore des enjeux de la transition écologique pour proposer de nouveaux produits en matière de dette privée, de private equity et d'infrastructures. Une diversification qui, pour ces acteurs, tombe aussi à point pour contrebalancer l'évolution de leur champ d'action habituel. Les marchés cotés sont en effet moins porteurs, et pas seulement du côté obligataire. Le marché actions est en voie d'attrition, comme l'illustre le nombre de sociétés cotées aux Etats-Unis, passé de 7 000 à 4 300 entre 2000 et 2025. « Comme les marchés cotés diminuent en taille relative et se concentrent autour d'un nombre plus réduit de valeurs, les marchés privés sont devenus incontournables si l'on veut construire une allocation exposée à l'économie globale, en dette comme en equity, explique Lionel Paquin, directeur adjoint du métier actifs réels et alternatifs d'Amundi. De plus, les grands acteurs comme nous ont vocation à être présents sur l'ensemble du spectre qui va de l'indiciel jusqu'aux stratégies très diversifiantes dont font partie les marchés privés, ce qui est une façon d'être protégé contre les

variations de ces différents métiers et d'augmenter la résilience du portefeuille d'activités. »

Une façon également pour ces sociétés de gestion d'améliorer leur rentabilité : depuis des années, la rémunération de leurs métiers historiques pâtit des pressions à la baisse exercées sur les frais de gestions, comme de la croissance régulière de la gestion passive à travers les ETF, des produits aux faibles marges. A l'inverse, les marchés privés se caractérisent par un bon « pricing power » : la rémunération peut être de 80 à 120 points



**« Le rapprochement avec BNP Paribas va nous permettre de bénéficier d'un écosystème stratégique et critique pour un acteur de l'alternatif comme nous, avec notamment les activités de wealth management, d'assurance et bancaires. »**

**Isabelle Scemama**, global head, AXA IM Alts

de base (pb) sur ces classes d'actifs, contre 20 pb pour un institutionnel sur la gestion classique, et au mieux 80 pb pour les gestions retail les plus performantes.

### Un mouvement de concentration

De quoi inciter dès lors tous les grands asset managers à se positionner ou à se renforcer au plus vite sur ces marchés. Ainsi, les mouvements opérés ces derniers mois par BNP Paribas Cardif, qui a racheté AXA IM, et Natixis IM, qui s'est rapproché de Generali Investments Holding, visent certes à acquérir une taille critique sur le marché de l'asset management, mais ils vont aussi permettre aux acteurs concernés de se renforcer plus particulièrement sur ce secteur convoité. « Le rapprochement avec BNP Paribas va nous permettre de bénéficier d'un écosystème stratégique et critique pour un acteur de l'alternatif comme nous, avec notamment les activités de wealth management, d'assurance et bancaires », souligne Isabelle Scemama, global head d'AXA IM Alts. D'autres acquisitions plus ciblées ont également été opérées l'année dernière : les plus emblématiques ont été réalisées par BlackRock, qui a racheté en l'espace de six mois GIP, un spécialiste des infrastructures, et HPS, un acteur de la dette privée, n'hésitant pas à déboursier pour chacun d'entre eux 12 milliards de dollars... De son côté, le gérant britannique M&G Investments, (86 milliards d'euros d'encours dans les actifs privés et alternatifs) vient de racheter une boutique suédoise de crédit privé, P Capital Partners, quelques mois après BauMont, un gestionnaire d'actifs immobiliers. De même en France, AXA IM Alts a pris le contrôle de Capza, un acteur de la dette privée, et Amundi du suisse Alpha Associates, spécialisé dans la multigestion sur les actifs non cotés.

### Des barrières à l'entrée

Au-delà de l'acquisition de parts de marché, la croissance externe peut aussi être, pour les asset managers, un moyen d'en contourner les écueils. « Ces métiers sont compliqués pour les gérants traditionnels, car les modes opératoires et les facteurs clés de succès sont différents de ceux auxquels ils sont habitués, prévient Maël Robin. Les levées de fonds ne s'effectuent pas auprès des mêmes interlocuteurs, tout comme la gestion d'un portefeuille d'actifs non cotés ne relève pas des mêmes décisions et arbitrages qu'un portefeuille d'actions ou d'obligations : disposer d'un bon sourcing est critique pour pouvoir sélectionner de manière efficace les actifs proposés. »

Les asset managers intégrés dans de grands groupes financiers dotés d'une banque de financement et d'investissement et/ou d'un assureur bénéficient à ce titre d'un avantage certain en matière de sourcing de dette privée, ou de lancement de fonds. « Pouvoir compter dès le départ sur le soutien d'un investisseur constitue un atout majeur pour le gérant, comme c'est notre cas avec M&G Life, l'activité assurance du groupe, reconnaît Emmanuel Deblanc, directeur des investissements marchés privés chez M&G Investments. L'apport de l'assureur permet au fonds de commencer à investir, ce qui facilite ensuite le processus de commercialisation. »

Le marché présente toutefois d'autres barrières à l'entrée. « Il faut du temps, d'abord, pour constituer un fonds, pour que celui-ci

investisse et affiche un track record suffisant pour attirer des investisseurs : globalement, cela prend sept à huit ans, prévient Thomas Friedberger, directeur général adjoint de Tikehau Capital. De plus, il faut pouvoir disposer des compétences adéquates à l'interne. Dans le domaine de la défense, par exemple, où beaucoup de fonds vont se lancer, nous comptons 20 personnes sur le sujet, qui sont des spécialistes du secteur. Il faut des années pour constituer ce type d'équipes. »

La compétence des équipes est d'autant plus importante qu'elle conditionne la performance sur ce type d'actifs. « Il existe beaucoup d'écarts de performance entre les gérants, qui affichent souvent sur ces actifs des stratégies très différentes, constate Thomas Friedberger. L'économie étant entrée dans une phase de ralentissement, ces écarts vont apparaître plus clairement. Et ce qui compte dans nos métiers, ce sont avant tout les performances à long terme. »

Or les actifs privés n'échappent pas non plus aux phénomènes de cycles. Les levées de fonds sur les marchés privés ont ainsi reculé en 2024, partout dans le monde. « L'immobilier vient de connaître des années très difficiles, entre le Covid, la hausse des taux, la réglementation ESG, le télétravail... », reconnaît Emmanuel Deblanc. On assiste toutefois actuellement à un retour sur cette classe d'actifs. Le private equity a également souffert de la hausse des taux : 2024 est la première année où le montant d'encours gérés a baissé. Les décotes sur le marché secondaire se sont néanmoins resserrées, passant de 30 à 40 %, il y a deux ans, à 3 à 5 %. C'est le signe que le marché repart, mais cela sera progressif. En revanche, le marché du crédit privé reste porteur, et celui qui présente le plus de potentiel à ce jour, car l'Europe et l'Asie sont très en retard par rapport aux États-Unis. »

### Des perspectives de fort développement

Quoi qu'il en soit, à moyen et long terme, les besoins en actifs privés ne semblent pas près de se tarir. De nouveaux pans de l'économie, liés à la décarbonation, à l'adaptation des infrastructures urbaines, à la souveraineté et la défense, à l'IA... affichent d'importants besoins de financement, que ni les banques ni les États ne pourront suffire à assumer. Le BCG estimait ainsi en 2024 que les actifs sous gestion sur les marchés alternatifs pourraient atteindre 38 000 milliards de dollars (23 % du total des AUM) en 2028. « Les marchés privés vont continuer à croître et à se sophistiquer, car le champ des possibles en investissement s'élargit », pronostique Isabelle Scemama.

De son côté, la demande ne devrait pas non plus faiblir. Non seulement les enquêtes réalisées auprès des institutionnels, à l'international comme en France, témoignent régulièrement de leur intention de se renforcer sur ces actifs, mais un nouveau relais de croissance est en train d'émerger, à savoir la clientèle des particuliers. Actuellement, les clients retail aux États-Unis allouent de 15 à 20 % de leur portefeuille aux actifs privés, contre moins de 5 % pour les particuliers en Europe. Mais les mentalités sont en train d'évoluer rapidement, sous l'effet notamment des besoins en matière d'épargne-retraite. Leur ampleur a conduit au développement de véhicules plus souples, en termes de tickets d'entrée comme de liquidité, issus de la

# Dette privée : conjuguer diversification et maîtrise des risques

Alors que le crédit privé gagne du poids au sein des portefeuilles, **Rebecca O'Dwyer, co-head of Private Credit Origination chez M&G Investments**, estime que les opportunités les plus intéressantes ne sont pas forcément là où la majorité regarde. Elle encourage à découvrir le potentiel de la dette senior sur le segment *mid-market*.



### Les investisseurs sont-ils actifs sur le segment de la dette privée d'entreprise ?

Le marché européen du prêt en direct pèse 400 milliards d'euros et a connu de grands changements. Le Royaume-Uni et la France concentrent les volumes les plus élevés, ce qui reflète la richesse de leur tissu d'ETI et de PME. Si ce segment est en pleine croissance en Europe, au point de devenir un investissement *mainstream* et non plus alternatif, il faut néanmoins rappeler qu'il reste un important potentiel de croissance par rapport au marché plus mature que sont les Etats-Unis.

Ce succès s'explique par les atouts du prêt en direct, notamment la possibilité de maîtriser son niveau de risque via l'accès à la documentation et les relations étroites avec l'entreprise. Il s'explique aussi par la possibilité de profiter en général de taux d'intérêt variables apportant une forme de protection contre l'inflation et des niveaux de spread intéressants, ce qui contrebalance son illiquidité. De très nombreux acteurs et investisseurs se sont lancés sur la dette privée et se sont largement concentrés sur les grandes capitalisations et l'unitranche. Il en résulte des positions très concurrentielles qui peuvent conduire à des portefeuilles concentrés mettant à mal la diversification recherchée.

### Faut-il alors se détourner du prêt en direct ?

Absolument pas, pour tous les atouts que j'ai mentionnés. En revanche, pour profiter d'une réelle diversification et limiter le risque, nous privilégions chez M&G Investments le segment de la dette senior *mid-market*, et ce depuis 2009, comme le démontre notre long track record. Il dispose d'avantages de poids par rap-

port aux grandes capitalisations. La taille inférieure des deals permet d'être un nombre restreint de prêteurs, voire le seul. Nous avons ainsi une relation d'engagement et de proximité avec l'entreprise et son équipe de direction. Beaucoup moins d'acteurs de l'investissement se positionnent sur ce segment, duquel les banques traditionnelles se sont également majoritairement retirées, ce qui nous permet d'être très sélectifs sur les deals et d'obtenir des conditions extrêmement favorables aux investisseurs. Et ce, avec des rendements que nous considérons attractifs. Cette stratégie est très appréciée, car elle est un réel vecteur de diversification pour les portefeuilles. Nous remarquons d'ailleurs un grand intérêt de la part des investisseurs européens et asiatiques pour le prêt en direct en Europe, dans une recherche d'alternative aux Etats-Unis.

### Avez-vous des secteurs privilégiés en Europe ?

Nous restons à l'écart des effets de mode et des mouvements moutonniers, comme on a pu en voir sur l'IT et la technologie et évitons en général les secteurs cycliques. En termes de géographie, nous apprécions l'Europe du nord et de l'ouest. M&G a 90 ans d'existence, dont 26 ans d'expérience sur le prêt privé. C'est un acteur majeur de la gestion d'actifs, ce qui nous confère une expertise et une force de frappe d'envergure. Nous collaborons avec les autres équipes du groupe, notamment celles du Private Equity, du Real Estate et du Fixed Income, dont les analyses couvrent tous les secteurs d'activité. Cela nous permet d'être extrêmement sélectif et nous conduit à écarter plus de 95 % des dossiers que nous examinons. Nous réalisons en moyenne chaque an-

née 10 à 15 opérations au sein de nos fonds, et veillons à préserver la qualité de l'origination de nos deals. Le fait d'appartenir à un groupe majeur d'asset management, avec des équipes locales, nous apporte un accès à des dossiers qui ne sont pas toujours présentés à des acteurs plus petits ou récents.

### Le contexte économique est très incertain, n'est-il pas plus risqué d'investir sur le segment de la dette *mid-market* ?

Nous avons plusieurs leviers pour limiter le risque, mais cela se résume finalement à une analyse et à une sélection rigoureuses du crédit. Une des caractéristiques particulièrement intéressantes du segment *mid-market*, est que nous pouvons obtenir des covenants très favorables qui servent de déclencheur précoce à la sous-performance de l'entreprise et nous permettent d'intervenir avec des demandes de résolution. Les taux de défaut sont historiquement faibles sur la dette senior *mid-market*, et dans l'éventualité où une entreprise connaîtrait de réelles difficultés, nous disposons d'une équipe dédiée au *restructuring*. Là encore, ce sont des compétences très spécifiques, internes au groupe, dont ne peuvent bénéficier des acteurs de petite taille. De quoi avancer avec une grande rapidité lorsque les dossiers l'exigent. ■

CONSULTER  
L'INTÉGRALITÉ  
DU TEXTE  
SUR [optionfinance.fr](http://optionfinance.fr)



Communication promotionnelle publiée par M&G Luxembourg S.A. Siège social : 16, boulevard Royal, L-2449, Luxembourg.

## AXA ET TIKEHAU, PIONNIERS DES ACTIFS PRIVÉS EN FRANCE

● En France, rares sont les gérants d'actifs à avoir parié très tôt sur les actifs privés. Créé en 2004, Tikehau Capital s'est inspiré dès ses débuts des grands acteurs du non-coté américains comme Blackstone, KKR... en se positionnant d'abord sur le marché de l'immobilier et du capital-développement, avant de lancer, trois ans plus tard, une activité de gestion pour compte de tiers en misant sur la dette privée, une innovation à l'époque. Le crédit représente encore l'essentiel (46 %) des 50,6 milliards d'euros d'encours du groupe, devant les actifs réels, le private equity et les stratégies sur les marchés de capitaux.

● De son côté, c'est aussi dès le début des années 2000 qu'Axa a décidé de développer la gestion pour compte de tiers dans les actifs alternatifs, « considérant

qu'au vu de la taille de son bilan et de son activité de gestion pour compte propre, le non-coté – et plus généralement les actifs alternatifs – constituaient une opportunité de diversification pertinente, moins volatile que les actifs liquides, et offrant une prime de rendement, raconte Isabelle Scemama, global head d'AXA IM Alts. Nous étions en outre convaincus que ces classes d'actifs répondaient parfaitement aux besoins des investisseurs institutionnels ». Si, au départ, les actifs privés étaient essentiellement constitués d'immobilier de bureaux et de centres commerciaux, « nous nous sommes rapidement développés sur le crédit (finance structurée, crédit immobilier...), puis sur le crédit et l'equity infrastructure, ainsi que le private equity avec des stratégies à impact et l'acquisition, récemment, de

Capza. Nous nous sommes également positionnés progressivement sur tous les instruments allant du crédit senior à l'equity ». Fort de 186 milliards d'euros d'actifs sous gestion, AXA IM Alts est aujourd'hui leader européen de la gestion alternative. Il s'apprête à présent à franchir une nouvelle étape en passant dans le giron de BNP Paribas Cardif, ce qui devrait renforcer ses moyens pour faire face aux grands opérateurs du secteur. « Notre concurrence est essentiellement américaine, constate Isabelle Scemama. Mais les asset managers européens ont actuellement une carte à jouer auprès de la clientèle internationale, car l'Europe est perçue comme plus stable, politiquement comme économiquement, moins inflationniste et donc moins volatile. »

nouvelle version des fonds européens d'investissements de long terme, dits Eltif 2.0, avec notamment des fonds ouverts « evergreen » sans limite de durée. Dans ce contexte, les acteurs disposant de larges réseaux de distribution devraient être bien placés pour s'imposer sur le marché. « Les particuliers représentent un marché en pleine émergence, où les positions restent à prendre, reconnaît Lionel Paquin. Amundi dispose d'une marque, d'un savoir-faire et d'un réseau de distribution qui doivent nous permettre d'être pionniers dans le cadre de cette démocratisation ». Pour porteur qu'il s'annonce, le marché des particuliers n'est toutefois pas sans risques pour les asset managers. Les actifs privés s'adressent en effet à des investisseurs avertis, qui doivent être conscients des risques qu'ils prennent en s'engageant dans des actifs non liquides. Si les fonds Eltif 2.0 sont plus souples qu'avant, les particuliers devront avoir été bien prévenus que les conditions d'entrée et surtout de sortie ne leur assureront qu'une liquidité très relative par rapport à celle qu'ils connaissent sur les marchés cotés. « Les gérants vont devoir disposer d'une base d'actifs suffisamment importante pour définir des stratégies susceptibles d'offrir le bon niveau de diversification, de rendement et de liquidité » souligne Isabelle Scemama. Sans compter qu'il leur faudra également former les distributeurs, accompagner leurs démarches vis-à-vis de leurs clients, faciliter l'accès de ces derniers aux produits en digitalisant le traitement administratif des contrats...

### Des plateformes multiactifs pour obtenir la taille critique

Autant d'investissements lourds qui nécessitent une taille critique. « Les actifs privés sont un secteur où "the winner takes all", souligne Isabelle Scemama. Disposer d'une taille critique

permet d'avoir accès aux meilleurs actifs, d'offrir des portefeuilles diversifiés et de pouvoir ainsi apprécier l'évolution relative des actifs les uns par rapport aux autres pour saisir au plus vite les opportunités qui apparaissent. » Dans ce contexte, les grands asset managers devraient continuer de s'orienter vers la constitution de plateformes multiclassées d'actifs, cotés et privés, qui vont leur permettre d'augmenter leurs sources de revenus et leur rentabilité. Chez Amundi, où la gestion alternative au sens large ne représente encore « que » 70,6 milliards d'euros d'encours, sur les 2 240 milliards gérés au total par le leader européen, « nous avons opté pour une stratégie ciblée car nous n'avons pas vocation à tout faire, prévient Lionel Paquin. Nous restons attentifs à toute opportunité qui pourrait accélérer notre stratégie, que ce soit en multigestion ou dans nos franchises directes ».

Paradoxalement, l'élargissement de leur gamme d'activités tend à rapprocher le périmètre d'intervention des asset managers de celui des GP's, alors même que ces derniers commencent à se trouver à l'étroit sur leurs propres marchés, comme le montrent les évolutions réciproques de Blackstone et de BlackRock, le premier vers la distribution aux particuliers, le second vers les actifs privés... Néanmoins, « il est peu probable que cette tendance aboutisse à une convergence pure et simple avec les géants historiques du non-coté, les deux métiers restant fondamentalement différents, prévient Philippe Soussan. On devrait plus vraisemblablement assister à des alliances ponctuelles entre ces différents acteurs pour lancer des solutions mélangeant actifs liquides et illiquides, comme viennent de le faire Vanguard, Blackstone et Wellington ». De quoi faire rentrer plus vite les actifs privés dans les portefeuilles standard ! ■

Valérie Nau

# Défense : les institutionnels préparent leur réponse

L'appel du gouvernement à soutenir la base industrielle et technologique de défense française a bien été entendu par les investisseurs institutionnels. Beaucoup cherchent encore les bons véhicules pour s'exposer. L'analyse extra-financière de ce secteur reste aussi complexe.



**I**l faut trouver 5 milliards d'euros pour renforcer les fonds propres de la base industrielle et technologique de défense (BITD) française et lui permettre de répondre présent à l'impératif du réarmement du pays, alors que le parapluie militaire américain est plus que jamais fragilisé. Ce message véhiculé par les ministres Eric Lombard, pour l'économie, et Sébastien Lecornu, pour les armées, a été reçu cinq sur cinq par les investisseurs institutionnels. Ils étaient venus en nombre à la conférence organisée par les autorités le 20 mars dernier pour sonner le rassemblement. « L'évolution de la situation géopolitique à l'œuvre est bien plus rapide que celle de la transformation industrielle pour assurer notre souveraineté, souligne Michel Andignac, directeur général de la Carac. Il est indispensable de renforcer nos investissements

pour permettre aux acteurs de la BITD d'accélérer. »

## Les premiers engagements pris

Ces dernières semaines, quelques institutionnels majeurs ont avancé les premiers chiffres témoignant de leur soutien à l'industrie de la défense. A commencer par les acteurs publics tels que la Caisse des dépôts, qui a indiqué être exposée à hauteur de 40 milliards d'euros. Si un quart du montant vient des crédits exports octroyés par la Sfil et des prêts souscrits par La Banque Postale, l'appui se fait aussi sous forme de fonds propres. La Caisse co-investit en effet aux côtés de Bpifrance dans les rares fonds privés dédiés au secteur – Eiréné de Weinberg Capital et Aéro 2 de Tikehau Capital – ainsi que dans celui sponsorisé par le ministère des Armées, le Fonds innovation défense (FID), dont la taille cible a été rehaussée de 220 à 300 millions d'euros.

Le secteur privé n'est pas en reste.

## POINTS CLÉS

- Les investisseurs institutionnels assurent qu'il n'existe pas d'incompatibilité de principe entre ESG et défense, mais le diable est dans les détails en matière d'exclusions.
- Certains souhaiteraient la création d'un fonds de place ou d'un dispositif similaire à l'« initiative Tibi », qui bénéficierait de l'expertise de la direction générale des armées.

Ainsi ce renforcement du FID a notamment été permis par l'investissement d'un assureur privé, Allianz. « Ces deux dernières années, nous avons engagé 40 millions d'euros dans des investissements en non-coté au profit de la BITD », indique Nicolas Boulet, directeur des investissements d'Allianz France, qui participe également au fonds Eiréné de Weinberg Capital et au fonds sur la cybersécurité de Tikehau. La France Mutualiste a, de son côté, annoncé sa participation à la création d'un fonds de dette privée, Héphaïstos, géré par Sienna IM. Si l'on inclut les expositions via les marchés cotés

– et notamment le marché obligataire –, les montants enflent. Le 20 mars, le directeur général adjoint de BNP Paribas, Renaud Dumora, a notamment annoncé que les investissements de Cardif, l'assureur du groupe, s'élevaient actuellement à 500 millions d'euros et seraient doublés en trois ans. De son côté, France Assureurs évalue que 20 milliards d'euros ont été investis par ses membres dans le secteur de la défense.

Pour certains, cette mobilisation est montée en puissance ces trois dernières années. « L'engagement en faveur de la défense n'est pas récent pour Allianz France : nous sommes assureurs pour les forces armées depuis 1951 et nous comptons une cinquantaine de réservistes parmi nos collaborateurs, précise Nicolas Boulet. Nous avons donc cherché à mettre nos investissements à l'actif en cohérence avec ces engagements en tant qu'assureur et en tant qu'entreprise. Dès 2021, nous avons été sensibilisés par un rapport parlementaire aux difficultés de financement de la BITD. L'agression de l'Ukraine en février 2022 a fini de nous convaincre que la capacité à se défendre était une thématique d'investissement importante à prendre en compte dans nos portefeuilles. » Mais pour beaucoup, la prise de conscience de leur capacité d'action en tant qu'investisseurs institutionnels est bien plus récente. « L'histoire de la Carac, issue du monde des anciens combattants, s'est toujours fondée sur une démarche d'entraide, sans politique spécifique d'investissements dans l'armement, témoigne Michel Andignac. Pour autant, dans le contexte actuel, notre participation à l'effort demandé paraît toute naturelle. »

### Un nouveau regard financier et extra-financier

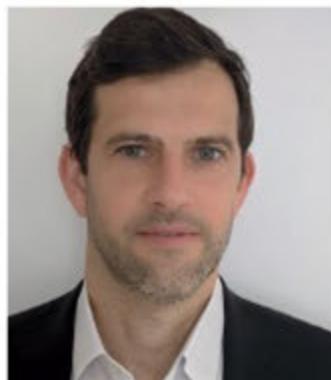
Du fait de la responsabilité fiduciaire qu'ils portent vis-à-vis de leurs clients bénéficiaires, les institutionnels ont en effet été d'abord atten-

tifs aux enjeux financiers. « Nous sommes investis en actions et obligations d'entreprises cotées du secteur de la défense principalement pour des raisons de diversification, plutôt que pour des perspectives de rendement : d'autres secteurs offrent en effet des niveaux de spreads plus attractifs », souligne Jean-François Coppenolle, directeur des investissements climat et ESG chez Abeille Assurances. C'est aussi pour des raisons financières que le sujet est remonté dans l'ordre des priorités depuis 2022. « Après le début de la guerre en Ukraine, les institutionnels ont commencé à questionner les sociétés de gestion dont les stratégies ISR tendaient à exclure l'ensemble du secteur de la défense, alors même que ce dernier surperforait, se souvient Frédéric Petiniot, directeur général du cabinet de conseil Amadeis. Ce n'est que depuis quelques semaines que le sujet est abordé avec un prisme plus moral et patriotique. »

Une approche qui a nécessité de prendre à bras-le-corps la question de la compatibilité de l'investissement responsable avec le financement de l'armement. « Les règles ESG n'interdisent pas l'investissement dans la défense, balaie Nicolas Boulet. Les exclusions ne portent que sur les sociétés impliquées dans la production d'armements interdits par la loi. » Une position de principe très largement partagée par les institutionnels. L'Alzi avait par exemple démontré cette compatibilité avec

force détails dans un guide paru en 2023, que l'association compte mettre à jour l'an prochain. Car les débats récents ont tout de même mis en lumière la nécessité de clarifier les positions de chacun. « Même lorsque les entreprises actives dans l'armement n'étaient pas explicitement exclues du fait des critères extra-financiers, les gérants pouvaient avoir tendance à s'abstenir d'investir dans ces acteurs qui pouvaient paraître peu en phase avec l'ESG ; on constate une nette évolution de ce type de point de vue depuis quelques semaines », estime Frédéric Petiniot. Les donneurs d'ordres que sont les institutionnels y veillent.

Le diable réside toutefois dans les détails. La liste des exclusions formelles peut ainsi varier d'un acteur à l'autre. « Dans le nouveau paradigme actuel, certains proposent de financer tout ce qui n'est pas strictement interdit, quand d'autres élargissent le périmètre à des armes controversées mais non directement ciblées par le législateur et pour lesquelles il n'existe pas de définition standardisée ou officielle », pointe Jean-François Coppenolle. S'en tenir aux engagements internationaux pris par la France en la matière conduit ainsi à rejeter les entreprises impliquées dans les armes biologiques, chimiques ou à sous-munitions et les mines anti-personnel, connues notamment pour toucher indistinctement militaires et civils. D'autres sont davan-



« Il n'est pas si simple de connaître l'exposition réelle d'une entreprise aux armes controversées. »

**Jean-François Coppenolle,**  
directeur des investissements climat et ESG, Abeille Assurances

## DES RÉTICENCES D'ORDRE FINANCIER À SURMONTER

● Si les institutionnels conviennent aisément qu'ils ont un rôle à jouer dans le soutien en fonds propres du secteur de la défense, les conditions financières de leurs investissements à venir les préoccupent. « Du fait de l'afflux d'investisseurs sur ces PME-ETI, il existe un risque que les fonds de private equity entrent au capital à un prix élevé », prévient Jean-François Coppenolle, chez Abeille Assurances. La question de la sortie est également source d'inquiétude chez certains : le gérant de private equity devra en effet être en mesure, à terme, de revendre sa participation mais les acheteurs potentiels non européens feront vraisemblablement l'objet d'un veto de la part des

autorités.

● Plus structurellement, les institutionnels s'inquiètent du manque de diversification de ces investissements. Au niveau des participations des fonds tout d'abord : les débouchés commerciaux de ces PME ne doivent pas être uniquement militaires mais aussi idéalement civils. « D'un point de vue industriel, nous serons attentifs à investir dans des entreprises viables sur le long terme, une activité duale nous paraissant devoir être privilégiée », souligne Michel Andignac, à la Carac. Mais ce questionnement quant à l'extrême spécialisation des fonds résonne aussi à l'échelle de leur portefeuille. « Les institutionnels de petite taille que nous accom-

pagnons investissent généralement dans des fonds de private equity généralistes, plus diversifiés », témoigne Frédéric Petinot, chez Amadeis.

● Un argument qui vaut a fortiori pour les unités de compte qui pourraient être proposées aux épargnants individuels pour leur permettre de participer à l'effort collectif. Plusieurs assureurs sont d'ores et déjà sur les rangs, à l'image de Société Générale Assurances et de la Carac pour le projet « retail » de Tikehau. « Nous travaillons à un fonds "evergreen" qui ciblerait la thématique de la souveraineté, principalement appliquée aux univers de l'aéronautique et de la cybersécurité », indique Michel Andignac.

tage sujettes à débat, à l'image des armes nucléaires – parfois acceptées si elles s'accompagnent d'un respect des traités de non-prolifération – ou encore celles impliquant du phosphore blanc, des lasers aveuglants ou de l'uranium appauvri par exemple. Une complexité à laquelle les investisseurs doivent de plus en plus se frotter. « Il n'est pas si simple de connaître l'exposition réelle d'une entreprise aux armes controversées, note Jean-François Coppenolle. D'un fournisseur de données à l'autre, les analyses peuvent varier et il faut parfois entrer dans le détail. Par exemple, certains fournisseurs font une différence selon que l'uranium appauvri – une technologie utile pour percer le blindage des chars – est utilisé dans la bombe elle-même ou seulement dans son propulseur. Lorsque l'on a un doute, on a tendance à s'abstenir d'investir. »

### Une nécessaire montée en compétences

La technicité qui accompagne la problématique des exclusions est surtout révélatrice d'un frein plus large à l'investissement des institutionnels dans la défense : leur connaissance insuffisante du sec-

teur. « Ils n'ont pas de référents sur ce sujet, alors même que la défense n'est pas un secteur comme un autre : il implique des enjeux de confidentialité et de souveraineté qu'ils ne maîtrisent pas », souligne un observateur proche des institutionnels français. Comme souvent, beaucoup se retournent vers l'expertise des gérants. Parmi ces derniers, les rares qui ont lancé un fonds dédié à la défense ont, de fait, cherché à monter en compétences : Tikehau, par exemple, revendique une vingtaine d'« operating partners » choisis parmi d'anciens dirigeants du secteur ou de hauts gradés à la retraite, tandis que Sienna IM a recruté la directrice adjointe d'une PME de la BITD, formée à l'IHEDN (Institut des hautes études de défense nationale).

Mais pour sélectionner ces gérants et évaluer leur expertise réelle, certains institutionnels ressentent le besoin d'être davantage accompagnés. L'idée de créer un fonds de place, comme il en existe sur les thématiques du climat et de la biodiversité ou encore en matière de financement des PME, a par exemple été évoquée de manière informelle. Lors de la conférence

du 20 mars, Renaud Dumora, qui est également président du Fonds stratégique de participations – un véhicule commun à sept grands assureurs français –, a quant à lui appelé à la mise en place d'une initiative similaire à celle des « fonds Tibi », créée en 2020 pour améliorer le financement de l'innovation technologique. Une option relativement simple et rapide à mettre en place qui permettrait de fléchir les investissements institutionnels vers des fonds « validés par la direction générale des armées », plaide le dirigeant de Cardif.

Les institutionnels ont en tout cas intérêt à mettre les bouchées doubles sur le sujet, étant donné l'urgence de la situation et le volontarisme politique. « Pour l'instant, les ministres n'ont pas demandé aux acteurs de signer des lettres d'engagement chiffrées comme cela avait été le cas dans le cadre de l'initiative Tibi, observe le même observateur. Mais si les institutionnels attendent les bras croisés, nul doute que la demande deviendrait plus coercitive. » Les grandes manœuvres peuvent commencer. ■

Séverine Leboucher

# Le crédit investment grade résiste à la hausse des taux longs

Les flux d'investissement et le dynamisme du marché primaire soutiennent la classe d'actifs qui enregistre par ailleurs une compression des écarts de crédit. Face à des marchés volatils, les gérants réduisent leur risque en surpondérant par exemple le secteur financier.



**A**u fur et à mesure de l'avancée du premier trimestre, les flux d'investissement dans l'obligataire en euro, et en particulier dans les titres les mieux notés de la zone euro, se sont renforcés. Cette évolution est nette sur le marché des ETF. Les ETF actions ont représenté 80 % de la collecte totale des ETF UCITS avec un montant de 28,8 milliards d'euros au mois de janvier, selon Amundi. Du côté des obligations, l'essentiel des flux s'est dirigé durant ce premier mois de l'année vers les obligations souveraines et les stratégies monétaires, les investisseurs européens allouant respectivement 2,3 milliards d'euros et 1,8 milliard d'euros à ces deux stratégies alors que les flux d'investissement dans les ETF investis sur les obligations investment grade ressortaient à seulement 200 millions d'euros. Au mois de février, les flux dans les ETF obligataires

ont bien augmenté, un quart des souscriptions nettes ont concerné ces instruments (soit 8,5 milliards d'euros) avec une préférence pour les obligations d'entreprises investment grade (soit 3,5 milliards d'euros), selon Amundi.

Du côté de l'ensemble des fonds commercialisés en Europe, Six Financial Information pointe une collecte positive sur les obligations au mois de février de près de 2 milliards d'euros dont 1,6 milliard pour les obligations en euro alors que toutes les autres classes d'actifs décollectent sur le mois. Les premières données sur le mois de mars témoignent d'un intérêt des investisseurs pour la classe d'actifs. « Nous constatons des flux positifs sur le crédit bien noté en euro depuis le début de l'année, confirme Boutaina Deixonne, head of euro investment grade and high yield credit chez Axa Investment Managers (AXA IM). La classe d'actifs intéresse à la fois la clientèle des particuliers et celle des institu-

tionnels. Seuls les flux dans le crédit noté high yield ont légèrement décéléré depuis la remontée des taux d'intérêt sur le souverain en euro en mars, mais il est trop tôt pour estimer l'impact de ce mouvement sur le marché du crédit. »

Du côté du marché primaire, l'intérêt des investisseurs pour les émissions obligataires a été conséquent sur l'ensemble du trimestre. A la mi-mars, le volume d'émissions ressortait ainsi à plus de 190 milliards d'euros sur le marché noté investment grade depuis le début de l'année, soit une hausse de 4 % par rapport à la même période l'an dernier, selon les données d'Axa IM, et la demande est soutenue. Selon la société de gestion, les financières ont ainsi vu leur niveau d'émission augmenter de près de 20 %, alors que les corporates ont connu une baisse de près de 10 %. Les books sont sursouscrits près de 3,4 fois en moyenne, avec un léger avan-

tage pour les non-financières (3,7 fois en moyenne).

### Des facteurs techniques positifs

Ces flux soutiennent la classe d'actifs. « Les entrées de capitaux constituent des facteurs techniques positifs pour la classe d'actifs », confirme Alban Tourrade, directeur de la gestion crédit chez OFI Invest. Elles ont conduit à un resserrement des écarts de crédit dans la zone euro. « Les spreads entre les différentes notations se sont réduits sur les deux premiers mois de l'année, le crédit noté BB a ainsi surperformé le crédit noté BBB sur la période ; de même, les subordonnées financières ont surperformé les obligations seniors », détaille Maya El Khoury, senior portfolio manager chez Ostrum Asset Management (AM). Au mois de mars, en revanche, l'annonce du plan d'investissement massif en Allemagne dans la défense et les infrastructures cumulée à celle du plan « Rarm Europe » ont conduit à léger écartement des spreads. « Sur les 15 premiers jours de mars, il a été de l'ordre 5 points de base sur le crédit bien noté alors que la hausse

des taux d'intérêt sur le souverain à 10 ans a été d'environ 35 à 40 points de base », précise Alban Tourrade. Certes, la performance de la classe d'actifs a été affectée, « elle ressort à - 0,05 % au 21 mars sur la dette notée investment grade (performance de l'indice Bloomberg Euro Aggregate Corporate) », précise Maya El Khoury, mais les gérants restent positifs sur la classe d'actifs. « Les résultats publiés par les entreprises au quatrième trimestre sont globalement en ligne avec les attentes, les bilans sont sains », avance Maya El Khoury. De plus, l'Europe semble engagée depuis le mois de mars dans un nouveau paradigme axé sur la relance de son industrie. « Le plan allemand devrait avoir des effets de ruissellement sur l'ensemble des entreprises de la zone euro, certaines entreprises allemandes dans l'automobile par exemple pourraient directement bénéficier de la hausse de l'investissement de l'Etat allemand dans l'armement, détaille Arnaud Colombel, directeur de la gestion crédit chez Mandarine Gestion. Il s'agit d'un véritable plan de relance qui devrait bénéficier à l'ensemble de l'Europe et donc

aux actifs à risque. »

Par conséquent, le crédit bien noté en Europe s'est mieux comporté sur la période que dans les autres économies développées. « Au 20 mars, le resserrement des écarts sur le crédit noté investment grade a été de 9 points de base en euro alors que l'écartement a été de 2 points de base en dollar et de 5 points de base en sterling sur la période », poursuit Boutaina Deixonne.

### Un niveau de portage élevé

Par ailleurs, quels que soient les mouvements sur les spreads, les investisseurs s'intéressent actuellement au crédit bien noté surtout dans une logique de portage, le taux d'intérêt offert sur la classe d'actifs étant de l'ordre de 3,4 %. « Au-delà des aspects techniques, nous sommes constructifs sur la classe d'actifs compte tenu des rendements offerts qui se situent sur un plus haut historique en considérant les 10 dernières années », avance Alban Tourrade. Il n'y aurait ainsi pas beaucoup d'alternatives. Les gérants s'attendent à des flux en provenance du monétaire voire d'autres classes d'actifs. « Le rendement offert sur le monétaire est en train de diminuer, il

## Top 10 des meilleurs fonds investis sur la dette Investment Grade en euro

Code / Codification Isin	Libellé long	Performance YTD du mardi 31 décembre 2024 ou vendredi 14 mars 2025 En Euro	Performance 1 an du vendredi 15 mars 2024 ou vendredi 14 mars 2025 En Euro
LU0336084032	Carnignac Portfolio Flexible Bond A EUR	2,54	6,57
FR0013383288	SG Obli Taux Plus R	2,04	4,69
FR0010274282	SG Obli Taux Plus C	1,94	4,19
FR0011683044	MAM Flexible Bonds (I)	1,58	6,89
FR0011679026	Mandarine Credit Opportunités (I)	1,58	7,27
FR0000971913	Mandarine Credit Opportunités C/D	1,55	6,94
LU1694214633	Nordea 1 Low Duration European Covered Bond Fund BI Eur Cap	1,52	4,92
FR0000971806	MAM Flexible Bonds	1,50	6,47
LU1832968926	MSIF euro corporate bond duration hedged fund Z	1,45	6,63
LU1694212348	Nordea 1 - Low Duration European Covered Bond BP EUR	1,44	4,54
<b>Moyenne</b>		<b>-0,65</b>	<b>3,18</b>

Source: Six Financial Information

se situe actuellement à 2,5 % et pourrait descendre sous les 2 % dans les prochains mois, les actions en zone euro ont bien déjà progressé depuis le début de l'année, le meilleur couple rendement/risque est actuellement offert par le crédit bien noté en euro », avance Arnaud Colombel. Seul le souverain se démarque : « après le fort mouvement de hausse observé sur les taux début mars, l'attrait du crédit investment grade en portage par rapport aux émetteurs souverains s'est réduit, même s'il représente toujours une proposition d'investissement pertinente », souligne Maya El Khoury. Pour les gérants spécialisés sur le crédit, la classe d'actifs a en effet profondément évolué avec le retour du rendement. « Nous ne nous situons plus dans un marché contraint, où seuls les investisseurs institutionnels étaient obligés d'acheter des titres avec des rendements négatifs pour des raisons prudentielles, rappelle Pierre Verlé, responsable de l'équipe crédit et gérant de fonds chez Carmignac. Avec le retour du rendement, nous pouvons identifier de nombreuses opportunités en lien avec les fondamentaux des entreprises. » L'expert de Carmignac évoque à ce titre un retour de la prime à la complexité. « Pour obtenir de la surperformance, nous cherchons à identifier des titres porteurs qui ne figurent pas dans les indices, mais aussi des primo-émetteurs ou encore des entreprises qui proviennent de spin-offs (cessions d'activités) ou qui mènent un recentrage de leurs activités », détaille Pierre Verlé.

### Un positionnement malgré tout prudent

La recherche d'opportunités n'empêche pas les gérants d'être très prudents dans leur sélection. En effet, qu'il s'agisse de l'Europe ou des Etats-Unis, les marchés financiers devraient rester relativement volatils dans les prochains



*« Le plan de relance allemand devrait avoir des effets de ruissellement sur l'ensemble des entreprises de la zone euro et pourrait donc bénéficier aux actifs à risque. »*

**Arnaud Colombel**, directeur de la gestion crédit, Mandarin Gestion

mois. « Les déclarations de Donald Trump en matière de tarifs douaniers ont été plus agressives qu'anticipé, les plans d'investissement de l'Allemagne ont surpris les opérateurs et les données macro-économiques aux Etats-Unis indiquent une possible décélération, relève Boutaina Deixonne. Par conséquent, nous constatons depuis le début de l'année une certaine volatilité sur les taux d'intérêt des deux côtés de l'Atlantique. » Cette difficulté, pointée par tous les gérants, devrait rester d'actualité. « Si la nouvelle administration augmente les droits de douane, cela pourrait affecter de nombreux secteurs en Europe comme l'industrie automobile ou encore les vins et spiritueux, et au sein des secteurs, certaines entreprises pourraient être plus affectées que d'autres en fonction de la destination de leurs exportations ou de la présence ou non de structures locales aux Etats-Unis », détaille Arnaud Colombel. Cette volatilité intervient alors que le crédit bien noté est relativement cher, les primes de risque s'étant réduites. « Le resserrement des spreads de crédit renchérit le marché et réduit aussi la différenciation entre les notations, explique Alban Tourrade. L'écart entre un titre noté BBB et un titre noté A est ainsi actuellement d'environ 20 points de base, le risque ne nous semble donc pas bien rémunéré. Sur le segment

noté investment grade, nous privilégions les notations A car elles concernent souvent des émetteurs peu cycliques. »

La volonté de diminuer les risques en portefeuille se traduit aussi souvent par une surpondération du secteur financier. « Les banques sont moins exposées que les autres secteurs à une éventuelle hausse des droits de douane, et si les revenus nets d'intérêt peuvent diminuer du fait de la baisse des taux d'intérêt, elles bénéficient de sources de revenu alternatives », avance Boutaina Deixonne. A contrario, l'un des secteurs sur lesquels les gérants sont le plus souvent neutres ou sous-pondérés se redresse paradoxalement depuis le début de l'année. « La performance du secteur automobile a été plutôt bonne en 2025 contrairement à 2024, notamment parce que la réglementation européenne se veut plus souple en matière de transition énergétique », relève Boutaina Deixonne. Toutefois, les annonces récentes en matière de droit de douane de la part de l'administration américaine pourraient remettre en cause cette amélioration. Les conflits commerciaux devraient ainsi peser encore plusieurs mois sur les marchés financiers, accentuant la volatilité et poussant les gérants à pratiquer régulièrement des arbitrages au sein de la classe d'actifs. ■

Sandra Sebag

# Crédit : jouer la carte européenne

C'est un début d'année positif que connaît le crédit obligataire en Europe. Sur le segment de l'investment grade, il renoue avec un rendement attractif, pour des conditions de risque favorables aux investisseurs. Attention toutefois à des divergences entre secteurs, mais dont saura profiter une gestion active, souligne Fabien Collado, gérant obligataire senior, spécialiste de l'investissement responsable chez Insight Investment, filiale de BNY Investments.

### Pourquoi estimez-vous que le contexte se prête à une gestion active sur le crédit obligataire européen ?

Ce marché se comporte relativement bien depuis le début de l'année et se caractérise par une forte compression des spreads. Cela fait apparaître des opportunités d'investissement intéressantes, mais cela nécessite aussi de réaliser une sélection précise pour en profiter. Le bond picking est d'autant plus indispensable qu'une certaine volatilité s'est installée sur les taux et les spreads. Cette approche active devrait également être adaptée aux mois à venir, car nous pourrions assister à une certaine reprise des mouvements de consolidation, comme on le voit actuellement aux Etats-Unis, souvent en avance de phase.

### Conseillez-vous d'investir de manière indéterminée sur tout le segment du crédit européen ?

Nous remarquons de réelles divergences entre secteurs et privilégions actuellement la dette bancaire. Les spreads de crédit sur les obligations financières restent particulièrement attractifs. Nous sommes constructifs sur le secteur des services aux collectivités, qui se démarque. Les émissions y sont nombreuses, car les sociétés sont confrontées au financement de la transition énergétique et doivent contribuer à remplir l'objectif de souveraineté énergétique des pays européens.

Nous sommes en revanche prudents sur les valeurs cycliques, notamment l'automobile, confrontée à de réelles difficultés. La prudence est de mise également



Fabien Collado, Insight Investment, filiale de BNY Investments

sur l'immobilier. Il a un temps profité des baisses de taux, mais leur rythme a ralenti et une certaine nervosité gagne le secteur à l'idée que les taux demeurent sur des niveaux élevés à moyen terme. Avec de bons choix d'allocation, l'investment grade européen est en mesure d'apporter un rendement de 3,4 %/3,5 %. Il faut souligner que les niveaux de portage actuels sont particulièrement intéressants pour un risque faible. Notre fonds Responsible Horizons Euro Corporate Bond Fund a su s'adapter à différentes conditions de marché pour offrir aux investisseurs un alpha régulier.

### Faut-il s'intéresser aux obligations vertes et sociales ?

Bien sûr, d'autant que les volumes d'émissions ne diminuent pas sur les marchés européens, en réponse à l'objectif d'indépendance énergétique que se fixe l'Europe. Il est vrai que l'on a pu observer un certain repli réglementaire en matière d'ESG, un désintérêt

aussi du côté des Etats-Unis, avec les annonces de l'administration Trump notamment. Néanmoins, l'intérêt des investisseurs en Europe pour ce que l'on nomme les green et les social bonds ne se dément pas. Ils apprécient la transparence que cela procure sur les projets financés par l'émission obligataire, ainsi que les objectifs de durabilité. Ces derniers peuvent se décliner sur l'environnement, le social, mais aussi l'eau (blue bonds) ou encore des activités très spécifiques, comme l'aluminium vert dans les pays nordiques ou l'acier vert en Autriche. Nous sommes sur un segment très dynamique.

### Faut-il craindre un effet de mode ?

Il faut en tout cas prendre garde au greenwashing. C'est pour y répondre que nous avons développé chez Insight des méthodes d'évaluation spécifiques portant sur les émissions d'obligations vertes et sociales. Notre outil interne Prime permet ainsi de juger de la qualité ESG d'un émetteur d'un point de quantitatif, puis nous réalisons une analyse qualitative. De quoi se rendre compte que le greenwashing demeure encore une réalité sur le marché, puisque nos outils nous ont conduits à écarter 15 % des émissions d'obligations vertes et sociales étudiées en 2024. Depuis 2017, nous avons considéré sous ce prisme 2 200 dossiers, et 20 % d'entre eux n'ont pas rempli nos critères d'impact. Ceux qui sont retenus, en revanche, sont particulièrement intéressants, tant du point de vue du rendement que de la façon dont ils répondent aux exigences de plus en plus pointues des investisseurs sur le crédit. ■

# La Chine redevient incontournable dans les marchés émergents

Le chaos mondial provoqué par l'annonce des droits de douane devrait renforcer la régionalisation des échanges commerciaux. Dans ce nouvel équilibre, la Chine veut s'imposer comme un pôle de stabilité pour ses voisins. Le pays pourrait en outre profiter de la crise actuelle pour accélérer la mise en place de mesures de relance. Si toute prévision est désormais compliquée, les gérants spécialisés tablent toujours sur de la croissance à long terme pour les marchés émergents.



Jusqu'au 2 avril, jour de l'annonce des droits de douane appliqués aux partenaires commerciaux des Etats-Unis, l'horizon semblait relativement dégagé pour les marchés émergents : les investisseurs commençaient à s'intéresser à d'autres actifs que les grandes capitalisations américaines, le cycle de baisse des taux d'intérêt était bien enclenché par la Fed et la Chine semblait enfin sortir de l'ornière après une crise immobilière sans précédent. « Après la pire année en treize ans, qui s'est soldée par des sorties de capitaux de 33,3 milliards de dollars fin 2024 pour les marchés émergents, le début du second mandat de Donald Trump s'avérait moins mauvais qu'anti-

cipé pour ces pays, relate Michel Audeban, fondateur et directeur général de Gemway Assets, un gestionnaire spécialisé sur cette classe d'actifs. Si l'on suivait la rhétorique du président américain, la guerre commerciale promettait d'être prioritairement dirigée contre l'Europe... »

Et pourtant, avant qu'une pause de 90 jours ne soit finalement annoncée le 9 avril, c'est un véritable coup de bambou qui promettait d'être porté à l'Asie, avec des droits de douane supplémentaires de 49 % pour le Cambodge, 46 % pour le Vietnam, 36 % pour la Thaïlande, 34 % (puis 145 % au total) pour la Chine, 32 % pour l'Indonésie et 26 % pour l'Inde. A ce stade, la période de négociations qui s'ouvre concerne tout

le monde, sauf la Chine, désignée par le président américain comme l'ennemi public numéro un...

## Des moyens de riposte

« L'impact des nouveaux droits de douane sur la Chine devrait s'élever à environ 2 points de croissance, soit 40 % du chiffre estimé pour cette année si l'on ajoute la baisse directe des exportations vers les Etats-Unis et l'impact indirect sur l'activité domestique, poursuit Michel Audeban. Mais nous pensons que le pays a les moyens de résister ; il devrait notamment implémenter des mesures fiscales et monétaires supplémentaires pour stimuler la consommation et atteindre, in fine, ces 5 % de croissance attendus pour 2025. » D'autre part, la Chine n'entend pas se laisser faire : elle a

d'ores et déjà annoncé la réciprocité de ces tarifs. Un bras de fer est aujourd'hui engagé entre les deux premières économies mondiales. « Avec la riposte annoncée, puis la riposte à la riposte, nous sommes entrés dans un nouveau monde, où l'irrationnel prime, commente Mabrouk Chetouane, head of global market strategy chez Natixis IM. Il faut regarder au-delà : la Chine a les moyens de faire très mal aux Etats-Unis, en les privant des terres rares nécessaires à leur industrie par exemple. » Le pays dispose en réalité de plusieurs leviers pour se défendre. Selon certains analystes, la Banque populaire de Chine se réserverait la possibilité de piloter une dévaluation du yuan si les choses devaient très mal tourner. Pékin détient encore plus de 800 milliards de dollars d'obligations du Trésor américain, qui constituent une arme nucléaire s'ils venaient à être cédés pour déstabiliser le marché de la dette américaine.

Pas forcément négative à tous points de vue, cette nouvelle crise est aussi, pour la Chine, une occasion unique d'apparaître comme un pôle de stabilité face à l'imprévisibilité américaine. Ainsi le président Xi Jinping s'est-il appliqué à rassurer investisseurs et chefs d'entreprise étrangers lors d'un symposium le mois dernier, vantant l'avancée de la transition énergétique et le développement

de l'industrie numérique de son pays, tout en promettant d'œuvrer à l'amélioration de l'environnement politique et juridique de celui-ci. Pour ses voisins, sonnés par l'ampleur de la guerre commerciale qui leur est déclarée par les Etats-Unis, la Chine veut incarner une alternative responsable. Un accord sur le libre-échange commercial entre Corée du Sud, Chine et Japon, une zone représentant près d'un tiers du commerce mondial, est en négociations avancées. Le président chinois prévoit en outre ces jours-ci un déplacement au Vietnam, en Malaisie et au Cambodge.

La sphère d'influence de la deuxième économie mondiale devrait s'en trouver renforcée. « Nous assistons à une accélération expresse de la régionalisation des échanges commerciaux, observe Mabrouk Chetouane. Ce repli des pays asiatiques sur leur région est une façon de résister à la nouvelle donne. Chine en tête, les marchés émergents ont réduit leur dépendance aux Etats-Unis depuis la première guerre commerciale. Grâce à une diversification massive de ses flux de commerce, la Chine est aujourd'hui le premier partenaire commercial de 120 pays dans le monde. » La part des Etats-Unis dans les exportations de la Chine ne représente plus, en effet, que 14 % contre 30 % en 2018. Sans aller

jusqu'à qualifier de bonne nouvelle la guerre commerciale en cours, certains professionnels estiment en outre que les autorités chinoises sauront transformer les risques actuels en opportunités. « Ce nouveau choc tarifaire pourrait même agir comme un catalyseur, incitant Pékin à mettre en place des mesures de relance plus fortes pour soutenir son économie face à une pression extérieure accrue », écrit ainsi Elizabeth Kwik, directrice des investissements en actions asiatiques chez Aberdeen Investments.

### Un marché boursier chinois au plancher

Alors que les flux de capitaux mondiaux sont en train de se détourner des Etats-Unis – selon Morningstar, du 14 février à la semaine se terminant le 14 mars, les investisseurs européens ont retiré 2,852 milliards d'euros des ETF d'actions américaines –, le marché chinois redevient une diversification intéressante. « Dans l'environnement actuel, nous privilégions, sur les marchés émergents, les valeurs de croissance de qualité, principalement exposées à la demande intérieure, comme Lenovo ou Sunny Optical en Chine », précise Michel Audeban. Un temps passé derrière l'Inde dans les portefeuilles de Gemway Assets, qui avait allégé ses positions au plus fort de la crise immobilière du pays, la Chine est redevenue la première position du gestionnaire, représentant 31,8 % de ses encours. « Sur les trois sujets à l'origine de la désaffection des marchés ces dernières années, à savoir l'investisseur, le chef d'entreprise et le consommateur, la crise de confiance est en train de se résorber, explique Michel Audeban. Des mesures fortes ont été prises en novembre dernier pour faire rebondir les Bourses, comme la diminution des frais de transaction, et les institutionnels locaux sont revenus. Les flux



*« Chine en tête, les marchés émergents ont réduit leur dépendance aux Etats-Unis depuis la première guerre commerciale. Grâce à une diversification massive de ses flux de commerce, la Chine est aujourd'hui le premier partenaire commercial de 120 pays dans le monde. »*

**Mabrouk Chetouane**, head of global market strategy, Natixis IM

## Les fonds d'actions émergentes distribués en Europe les plus performants sur trois ans

Nom du fonds	ISIN	Gestionnaire	Date de création	Taille du fonds	Performance 1 an (en %)	Performance 3 ans (en %)
BlackRock Strategic Funds - Emerging Markets Equity Strategies Fund	IU1289970243	BlackRock	18-sept-15	530 933 233	3,30	11,81
EM Digital Leaders	DE000A20K5K9	Banque	01-avr-21	11 357 954	13,58	7,70
HMG Globetrotter	FR0010201459	HMG Finance	01-juil-05	67 561 070	2,29	7,00
Schroder International Selection Fund Emerging Markets Value	IU2180924115	Schroders	30-sept-20	165 277 068	7,24	6,97
Artisan Developing World Fund	IE008YQRBC56	Artisan Partners	28-janv-19	224 448 873	13,90	6,75
Skyline Umbrella Fund ICAV - ARGA Emerging Market Equity Fund	IE008P41KZ81	ARGA	03-sept-14	666 459 352	2,19	6,72
GAM Star Fund plc - GAM Sustainable Emerging Equity	IE00858GSK71	GAM	25-juil-11	40 271 400	3,63	6,51
Brands Emerging Market Value Fund	IE00B6SMR972	Brands	13-mai-12	23 427 388	-1,43	6,27
Pzena Value Funds plc - Pzena Emerging Markets Select Value Fund	IE00CUBBWC7	Pzena Investment Management	20-déc-21	23 384 392	-0,33	5,66
Artemis SmartGARP Global Emerging Markets Equity Fund	GB00BWS9H132	Artemis	08-avr-15	1 460 744 684	0,43	5,56
Cullen Emerging Markets High Dividend Fund	IE008XNT0820	Cullen Funds	05-oct-15	70 352 194	-6,74	5,50
Pzena Value Funds plc - Pzena Emerging Markets Focused Value Fund	IE00842PDY56	Pzena Investment Management	25-janv-13	317 781 446	-1,35	5,18
Pacific Capital UCITS Funds plc - Pacific North of South EM All Cap Equity	IE00B20YL369	Pacific Capital Partners	22-nov-17	1 973 764 964	0,86	5,08
Lazard Emerging Markets High Dividend Fund	IE00B1L6MF22	Lazard	23-mars-07	198 690 457	3,80	5,05
Lazard Emerging Markets Fund	GB0008457101	Lazard	26-mai-97	974 642 873	2,28	4,80

Source: Morningstar Direct

domestiques repartent avec plus de 103 milliards de dollars sur un an investis via le SouthBound : Chinois achetant des actions à Hong-Kong, comme Alibaba et Tencent. » Soucieuses de préserver l'amorce de rebond de leur économie, les autorités agissent d'ailleurs aujourd'hui encore pour stabiliser leur marché boursier : plusieurs fonds d'investissement d'Etat se sont mobilisés dès le 7 avril pour acheter en masse des actions. Du point de vue du chef d'entreprise, l'horizon s'éclaircit également. « Les entrepreneurs sont de nouveau bien traités par les autorités, remarque Michel Audeban. Il faut bien mesurer l'importance de la phrase prononcée par Xi Jinping le 17 février dernier devant un parterre de chefs d'entreprise : « Enrichissez-vous d'abord et œuvrez ensuite en faveur de la prospérité pour tous. » D'ailleurs, même Jack Ma, fondateur d'Alibaba a été réintégré dans cette assistance, tout un symbole. »

A 11 fois les bénéfices attendus, les actions chinoises avaient atteint en fin d'année dernière un plancher en termes de valorisation. « De nombreuses actions se négocient aujourd'hui à des niveaux attractifs, explique David Perrett, gérant du fonds M&G China, lancé

fin mars. Dans le même temps, nombre d'entreprises chinoises se concentrent sur la maximisation des profits et l'augmentation du rendement pour les actionnaires par le biais de dividendes plus élevés et de rachats d'actions. Certaines sont également des leaders mondiaux dans des domaines de croissance, tels que les énergies renouvelables ou la gestion numérique de la chaîne d'approvisionnement. »

Juste avant le 2 avril, la Bourse chinoise semblait sortir de l'ornière : l'indice MSCI China progressait de plus de 10 % depuis l'investiture de Donald Trump quand le S&P 500 gagnait 2 %. « Comme tout ce qui n'est pas américain, les marchés émergents avaient retrouvé des couleurs au premier trimestre 2025, souligne Xiadong Bao, gérant spécialisé chez Edmond de Rothschild Asset Management. Cette surperformance par rapport au S&P 500 est rare d'un point de vue historique et la question porte aujourd'hui sur la qualité et la durabilité de cette croissance. Malgré les secousses actuelles, nous sommes relativement optimistes sur la Chine, qui vient de connaître, en termes de croissance des bénéfices, un premier trimestre meilleur qu'attendu, ce qui n'était pas arrivé depuis 10 trimestres. »

Quelques belles réussites indus-

trielles ressortent particulièrement, comme DeepSeek dans l'IA ou BYD dans les voitures électriques. Des domaines où les Chinois ne sont pas peu fiers de venir défier la suprématie américaine. « Un exemple emblématique de la capacité d'innovation chinoise est le véhicule électrique, souligne dans une analyse Kevin Net, gérant responsable pôle Asie chez LFDE. En 2023, le pays produisait déjà 58 % des véhicules électriques vendus dans le monde et, avec une part de marché globale de 23 %, BYD a largement devancé Tesla en 2024. D'autre part, confrontée à de nombreuses sanctions américaines sur l'accès aux semi-conducteurs, la Chine vise l'auto-suffisance ; elle a ainsi lancé un fonds d'investissement doté de 344 milliards de yuans (47,5 milliards de dollars) afin d'investir dans ce secteur. Des efforts qui ont notamment permis à Huawei de revenir sur le devant de la scène avec un smartphone performant. » Les valeurs de la tech chinoise séduisent d'ailleurs au-delà des fonds émergents. « Le phénomène DeepSeek a profité à de nombreuses valeurs technologiques chinoises, constate Brice Prunas, gérant du fonds IA chez Oddo BHF. A l'instar de nombreux investisseurs qui ont arbitré des milliards de dollars des

# « La dette corporate émergente offre aux gestions actives des opportunités variées pour créer de la valeur »

Des émetteurs aux fondamentaux de crédit robustes, un faible taux de défaut anticipé, des niveaux de portage attrayants : le segment des obligations d'entreprises des pays émergents ne manque pas d'arguments pour attirer les investisseurs en quête de rendement. **Romain Lacoste, gérant du fonds Axiom Emerging Markets Corporate Bonds d'Axiom Alternative Investments, explique de quelle manière aborder ce marché complexe.**



### Pourquoi s'intéresser aux marchés obligataires corporate émergents ?

On constate que ces marchés sont inefficients pour des raisons diverses : émetteurs peu suivis, importantes disparités d'une région à l'autre en raison de la part élevée d'investisseurs locaux, etc. Les gestions actives comme la nôtre peuvent donc tirer parti de ces disparités de valorisation qui ne sont pas liées à des éléments fondamentaux pour créer de l'alpha. A l'heure actuelle, le high yield corporate émergent offre un surplus de rendement par rapport au high yield corporate américain, alors même que la dynamique souveraine est en amélioration dans de nombreux pays et que les fondamentaux des entreprises locales sont meilleurs qu'aux Etats-Unis. Le ratio dette nette/Ebitda moyen est actuellement de 2,4 fois (contre 3,5 aux Etats-Unis), ce qui est inférieur aux niveaux pré-Covid, et le taux de défaut est bas (moins de 2 % attendus en 2025 pour le J.P. Morgan CEMBI Broad Diversified High Yield). Compte tenu des niveaux actuels de taux et de spreads, le high yield corporate émergent offre des niveaux de portage intéressants. Le rendement du fonds ressort d'ailleurs à 9,5 % en dollars (7,6 % en euros)<sup>1</sup>.

### Quelle approche préconisez-vous pour investir sur ces marchés ?

De notre point de vue, l'analyse fondamentale doit occuper une place centrale. Une étude fine des émetteurs s'impose pour bien comprendre les dynamiques qu'ils suivent et pour identifier ceux qui affichent un profil de crédit solide leur permettant de rembourser leur dette ou de trouver des sources alternatives de financement en toutes circonstances. Notre gestion suit par conséquent une approche bottom-up basée sur l'analyse crédit menée en interne.

Notre fonds cible, au sein des pays exposés à des problématiques économiques ou politiques, les entreprises qui ont un profil de crédit solide. De nombreux émetteurs sont limités par la notation souveraine de leur pays d'appartenance et sont donc considérés comme high yield, alors même que leurs fondamentaux sous-jacents, de bonne qualité, suggèrent des notations de crédit supérieures, un cas de figure fréquent en Amérique latine.

Cela étant, nous suivons également avec une grande attention les évolutions de l'environnement macroéconomique et politique au niveau des souverains, car elles impactent directement les valorisations des obligations corporate, même lorsque les fondamentaux des émetteurs sont bons. Aussi, nous évitons les pays à risque, à moins que la détérioration de l'environnement soit déjà intégrée dans les valorisations et que la trajectoire soit en voie d'amélioration. Pour éviter le risque lié aux fluctuations des devises locales, nous n'investissons que dans des instruments de dette émis en devises dures (principalement le dollar) et nous privilégions les émetteurs dont les revenus sont libellés en dollars ou indexés sur la devise américaine. C'est le cas dans le domaine de l'exportation de matières premières, pour les infrastructures (aéroports, ports) et pour les services publics (électricité).

### Quelles opportunités identifiez-vous actuellement sur ce segment ?

Nous restons vigilants face à l'incertitude introduite par la nouvelle administration Trump, vecteur de volatilité. Néanmoins, dans le cadre des mesures tarifaires annoncées lors du « Liberation Day », la plupart des pays d'Amérique latine et la Turquie, qui sont sujets au tarif minimum de 10 %, ont été relativement épargnés. Nous pensons que la majorité des pays émergents (hors

Chine) seront enclins à négocier rapidement des accords commerciaux pour arriver à une solution bénéfique avec les Etats-Unis, afin de préserver leur économie, et que les Etats-Unis seront prêts à négocier de manière constructive avec ces pays du fait de leur importance moindre en termes de déficit commercial. Nous continuons de penser que le Mexique, compte tenu de l'intégration importante de son industrie – notamment automobile – avec les Etats-Unis et de la complémentarité des deux économies, pourrait bénéficier d'un positionnement privilégié sous réserve qu'il s'aligne sur les objectifs stratégiques de la nouvelle administration Trump et qu'il ne devienne pas une porte d'entrée des produits chinois vers le marché américain.

Dans ce contexte, les valorisations redviennent attractives pour de nombreux émetteurs, ce qui nous incite à ajuster graduellement notre positionnement en investissant une partie de nos liquidités et en allongeant progressivement la durée de notre exposition crédit, en ciblant essentiellement des obligations ayant fortement corrigé, des entreprises aux fondamentaux solides, peu endettées, et disposant d'une bonne liquidité ; des secteurs défensifs : infrastructures, utilities ou encore producteurs de minerais précieux qui bénéficient de prix exceptionnellement élevés ; des pays moins exposés aux mesures tarifaires, ou pour lesquels un accord bilatéral semble rapidement envisageable. A ce titre, nous avons déjà commencé à augmenter notre exposition à l'Inde, un pays auquel nous étions peu exposés (moins de 1 % du portefeuille) et qui constitue l'opportunité la plus claire selon nous dans le marché actuel à la suite du sell-off sur le pays. ■

1. Ce fonds comporte un risque de perte en capital.

CONSULTER  
LE DISCLAIMER »  
SUR [optionfinance.fr](https://www.optionfinance.fr)



Mag Seven vers leurs équivalents chinois, nous avons récemment investi dans Alibaba et Tencent. » Pour Elizabeth Kwik, les avancées technologiques de la Chine dans le domaine de l'IA pourraient largement atténuer les effets des droits de douane.

### Des opportunités dans toute la région

Si, contrairement à leur puissant voisin, la plupart des pays du Sud-Est asiatique n'ont que peu à offrir dans le cadre de la négociation qui s'ouvre sur les nouveaux droits de douane, la région reste une zone de croissance et de développement à explorer, estiment les gérants. Les exercices de prévision deviennent plus délicats aujourd'hui, mais les marchés émergents dans leur ensemble devraient croître d'environ 4,5 % par an en moyenne dans les prochaines années, contre à peine plus de 1 % pour les économies développées. S'agissant de l'Inde, star des marchés quand la Chine était boudée (le MSCI India Index affiche 24 % de croissance annualisée sur cinq ans contre 1,6 % pour le MSCI China), les perspectives ne sont pas remises en cause : une croissance du PIB de 6,5 % en moyenne est attendue jusqu'en 2029, grâce à la consommation locale d'une classe moyenne en pleine explosion. « A long terme, nous restons confiants dans les opportunités de croissance du pays, indique Xiadong Bao. De plus, sa valorisation est redescendue à 19 fois les bénéfices après avoir atteint 24 fois. » Un point bas pourrait avoir été atteint. « Nous avons pris quelques bénéfices depuis l'automne dernier et sommes en train d'étudier comment y revenir bientôt, explique Michel Audeban. Dans la guerre commerciale actuelle, nous estimons que le gouvernement indien a les moyens d'une relance des investissements, ce qui



*« Sur les trois sujets à l'origine de la désaffection des marchés pour le marché chinois ces dernières années, à savoir l'investisseur, le chef d'entreprise et le consommateur, la crise de confiance est en train de se résorber. »*

**Michel Audeban**, Directeur général, Gemway Assets

devrait soutenir l'activité locale. » Ailleurs en Asie, les raisons de rester optimiste ne manquent pas. Les semi-conducteurs échappent, pour le moment, à toute hausse des droits de douane. Un soulagement étant donné le poids de 9 % de Taiwan Semiconductor dans l'indice MSCI émergent, dont il constitue la première capitalisation. Les marchés émergents dans leur ensemble pourraient par ailleurs profiter à long terme d'un reflux du dollar. « Si la baisse de 15 % du dollar pendant les deux premières années du premier mandat de Donald Trump se reproduit, la situation peut devenir favorable », veut croire Michel Audeban.

Les perspectives sont en revanche plus incertaines pour l'Amérique latine (6 % de l'indice MSCI EM), où le Brésil et le Mexique ont vu leur marché atteindre des points bas en termes de valorisation, à respectivement 8 et 10 fois les bénéfices attendus. Relativement épargnés par les droits de douane, les pays du continent doivent néanmoins faire face à des situations politiques compliquées. « De nombreuses unités de production ont été installées au Mexique après le Covid et, après avoir profité du nearshoring (rapatriement, par les Etats-Unis, de sites de production dans des pays proches de son marché de consommation, ndlr), le pays pourrait pâtir du reshoring aux Etats-Unis, estime Xiadong Bao. En revanche, le marché argentin, qui a récemment surperformé, pourrait connaître

de bonnes nouvelles : après le derating de MSCI qui l'avait relégué au rang de pays frontière, le pays a de bonnes chances de revenir dans l'indice émergent, dont il représentait tout de même 5 % avant d'en disparaître. »

### Des gérants raisonnablement optimistes

Dans l'incertitude générale, les marchés émergents n'apparaissent finalement pas plus risqués que d'autres aujourd'hui, résument les gestionnaires spécialisés sur la classe d'actifs. « Le faible taux de détention d'actions des marchés émergents dans les portefeuilles et les valorisations attrayantes, tant d'un point de vue historique que par rapport aux Etats-Unis, offrent la possibilité de bonnes surprises, estime Matt Williams, chez Aberdeen. Le MSCI EM affiche un PE de 12,3 fois les bénéfices, légèrement en dessous de sa moyenne décennale de 13,2. »

Des éléments qu'avaient bien en tête les investisseurs en quête de diversification début 2025. « La collecte semblait repartir avec 3 milliards de dollars enregistrés en quinze jours avant la date du 2 avril, détaille Michel Audeban. Des positions d'investisseurs à la fois tactiques, avec des entrées sur la Chine, très bon marché, et stratégiques de long terme, sur l'Inde. » Dans un marché encore en plein brouillard, cette tendance devra quand même être confirmée dans les prochains trimestres. ■

Sonia Ramond-Mignon



# DOSSIER SPÉCIAL



# TIME TO CHANGE

Le Forum Climat, Energies & Finance Durable



## SOMMAIRE

<b>Finance durable</b>	54
<b>Décarbonation</b>	60
<b>Climat et transition énergétique</b>	65
<b>Agriculture</b>	71
<b>Les débats de l'Af2i</b>	74

Un événement



co-organisé par



GreenUnivers et



# FINANCE DURABLE

Dossier réalisé par Anne del Pozo, Marianne di Meo et Arnaud Lefebvre.

## Greenwashing, reporting, inflation normative : comment s'adapter à un cadre réglementaire en constante évolution ?

**A**près le « greenwashing », place désormais au « régul-washing » ? Moins de quatre ans après l'adoption de son Pacte vert, qui aspire à faire de l'Union européenne le premier continent neutre en carbone d'ici 2050, la Commission a en effet présenté fin février un projet d'assouplissement de certaines règles en place. Parmi les principales mesures présentées, le relèvement des seuils conditionnant l'obligation de publier un nouveau rapport de durabilité standardisé (directive CSRD) devrait faire passer le nombre des sociétés concernées de près de 50 000 à 7 000 environ à l'échelle communautaire, exonérant ainsi les PME de cette charge. Le nombre de points de données à suivre, qui excédait initialement le millier, sera également substantiellement réduit. « On ne peut que saluer ce souci de pragmatisme de la part des autorités européennes », témoigne Arnaud Faller, de CPR AM, qui

appelle toutefois ces dernières à « garder un cap ». Même son de cloche du côté de Sophie Flak, d'Eurazeo. « La CSRD est certes un monstre mais, en introduisant les IRO (mesure des impacts, des risques et des opportunités), elle nous a permis de mettre en place un suivi plus régulier de nos risques. Il est important de ne pas jeter le bébé avec l'eau du bain. » Et l'experte en RSE d'insister sur l'importance d'avoir un cadre réglementaire clair et stable. « Il y a de la place pour de la simplification, mais il convient de ne pas déréguler et de conserver des objectifs ambitieux. La stabilité des règles est la force de l'Europe », corrobore Alexandre Gautier, de la Banque de France.

### Une approche par les risques

Evolutions réglementaires ou non, les professionnels ne croient pas, quoi qu'il en soit, à un retour en arrière de la part des entreprises et de la communauté

financière. « Investis sur le temps long, nous devons prendre en compte dans nos décisions d'investissement le monde physique auquel nous faisons face, témoigne Sophie Flak. En ne le faisant pas, nous prendrions le risque de nous retrouver avec des "actifs échoués". » Alors que les catastrophes naturelles ne cessent de gagner en fréquence et en intensité, Arnaud Faller en appelle à « revenir à une approche par les risques », ce qui permettrait notamment de jauger la crédibilité des plans de transition mis en œuvre par les sociétés. Un prérequis qui implique néanmoins d'accéder à une multitude de données qu'il convient ensuite de comprendre et d'exploiter. « Le plus souvent, seulement 10 % de celles achetées par nos clients sont utilisées », évalue Edouard Ayello, de Weefin. Pour y remédier, ce dernier invite à « une montée en puissance collective » sur le sujet et à recourir à davantage d'automatisation. ●

## Private Equity et durabilité : l'impact des stratégies ESG

**A** l'instar de leurs homologues qui évoluent dans l'univers coté, bon nombre de spécialistes du non-coté ont intégré la durabilité au cœur de leur gestion. « Nos équipes positionnées sur l'ISR se sont étoffées, tandis qu'une méthodologie propriétaire de notation ESG a été mise en œuvre afin de nous permettre de capter la manière dont nos contreparties maîtrisent leurs risques et opportunités ESG », informe par exemple Frédéric Lowe, de LBPAM. Dette privée, capital-investissement, fonds de fonds : toutes les stratégies sont concernées par cette vague durable qui, malgré les vents contraires venus des Etats-Unis, ne reflue pas en Europe. « Dans notre stratégie de "re-up", l'ESG reste clé, confirme Viviane Ting, d'Amundi Alpha Associates. En conséquence, si jamais un fonds n'est pas à la hauteur, nous ne réinvestissons pas chez lui. »

### Du smart business

De fait, les gérants ont tout à gagner à prendre en compte la dimension durable dans le cadre d'un investissement. « Cela offre une meilleure compréhension des coûts énergétiques, une meilleure maîtrise des chaînes de valeur et du risque réputationnel réglementaire, et in fine des avantages économiques », insiste Sam Bowden, de Sweep. Un tel constat



vaut tout particulièrement pour l'industrie du private equity. « En investissant en dettes, on se rend compte que notre pouvoir d'influer sur le management est inversement proportionnel à la maturité de sa démarche RSE. Moins l'entreprise est mature, plus on dispose de leviers pour la faire bouger », témoigne ainsi Frédéric Lowe.

Afin de maximiser l'impact, la détermination d'objectifs ambitieux – et ensuite leur pilotage – au niveau des participations comme des sociétés de gestion est un pré-requis. Or, pour ce faire, une problématique se pose. « Il y a un sujet de granularité de la data, de transparence et d'auditabilité de cette data pour permettre aux équipes des fonds de bien les exploiter », fait remarquer Sam Bowden. Un avis corroboré par Viviane Ting. « Je n'ai pas besoin de 250 données, mais seulement d'une vingtaine qui soient fiables et que je puisse transmettre à mes clients. » ●

## Après la réforme, quelles perspectives pour les gestionnaires de fonds labellisés ISR ?

**D**epuis le 1<sup>er</sup> janvier 2025, l'ensemble des fonds labellisés ISR doivent respecter la version 3 du référentiel, fruit de plusieurs années de travaux. Et Michèle Pappalardo, présidente du Comité du Label ISR, de saluer « le gros effort » des fonds existants pour se conformer aux nouvelles règles. Fin mars, ils étaient près de 970 à être labellisés de la sorte, contre plus de 1 300 fin 2024. « De nombreuses sociétés de gestion ont fait du tri dans leurs fonds, en ont peut-être profité pour revoir leur gamme, etc. Au final, très peu ont abandonné complètement le label », précise-t-elle. Plus exigeante en matière notamment

d'exclusion, de granularité de la donnée, de suivi des KPI ou encore d'engagement et de grille de transition, cette V3 rend le Label ISR « beaucoup plus crédible, apprécie Ludivine de Quincerot, chez Rothschild & Co Asset Management. Il permet de garantir un certain niveau de process et d'avoir une analyse poussée. Il n'y a plus de passagers clandestins. » Un aspect qu'Alix Roy, d'Ecofi, illustre également à travers l'élaboration et l'analyse des plans de transition. « Nous le faisons déjà, mais nous nous concentrons davantage sur les performances climatiques des entreprises, sur leurs émissions de gaz à effet de serre des trois à cinq dernières années par rapport à un scénario climatique de référence pour le secteur concerné. Dans le cadre de cette refonte, nous avons décidé de revoir cette méthodologie et de travailler plus finement, notamment sur les questions de gouvernance, de capex, etc. »

### Un intérêt commercial contrasté

Tandis que la V3 du référentiel a nécessité la mobilisation de ressources importantes,

certains gérants pointent toutefois des écueils. Certains d'entre eux tiennent aux épargnants retail. « Pour cette clientèle-là, il ne suffit pas d'être référencé pour qu'il y ait vraiment de l'appétence et de la demande. Souvent, les fonds ISR qui collectent sur les plateformes des assureurs sont des fonds monétaires, qui ne sont pas forcément ceux qui ont les process les plus intéressants. Donc c'est un vrai sujet », pointe Ludivine de Quincerot. Quant à la clientèle plus institutionnelle, « ces clients ont leur propre charte, leur propre process de due diligence, et le label n'est pas du tout une condition indispensable », complète Ludivine de Quincerot, dont l'avis est partagé par Alix Roy. « La sensibilité est assez hétérogène au sein de tous les segments de clientèle. Mais, effectivement, l'intérêt commercial du Label ISR n'est à ce jour pas flagrant. » De quoi militer pour le lancement de campagnes de communication, bon nombre d'acteurs étant convaincus que le jeu en vaut la chandelle. « L'image de l'épargne responsable et du label est plutôt positive », assure Michèle Pappalardo. ●

**La version 3 du Label ISR est plus exigeante en matière notamment d'exclusion, de granularité de la donnée et de suivi des KPI.**

## Défis et opportunités de la finance durable dans les pays en développement

Les besoins de financement liés au climat dans les pays en développement et émergents sont considérables. « Ils représentent environ 2 500 milliards de dollars par an, soit 45 % des objectifs d'investissement mondiaux », évalue Emilie Maehara, du Sustainable Finance Observatory. Or, entre la situation financière dégradée de certains de ces Etats, le niveau de risque élevé des projets ou encore l'instabilité politique, les acteurs peuvent éprouver des difficultés à collecter les fonds nécessaires.

### Davantage de données accessibles

Il n'empêche, des dynamiques positives sont enclenchées. Déjà, la part des pays émergents dans le stock mondial d'obligations vertes (green bonds) a plus que doublé en trois ans, « pour monter à 40 % » selon

Michael Israel, d'IVO Capital Partners. Ensuite, de multiples solutions existent pour protéger les investisseurs contre les risques (politiques, financiers, changes...). De quoi contribuer à rendre les couples rendement/risque parfois très attrayants. « On voit l'intérêt d'investir d'un point de vue financier dans les pays émergents, ne serait-ce qu'au niveau du surcroît de rendement et de la diversification que cela peut apporter au sein d'un portefeuille », insiste Kamel Omar, chez Allianz France. En outre, « de plus en plus de données sont disponibles quant aux risques encourus », rapporte Erwin Houbrechts, de PGB Pensioendienst. Enfin, les opportunités d'investissement peuvent prendre diverses formes, plus ou moins risquées : obligations vertes ou bleues (blue bonds), actions cotées, private equity, dette privée... « Au sein des pays émergents, on



retrouve encore un gisement assez intéressant de project bonds », apprécie notamment Michael Israel, ces derniers portant sur des projets « qui apportent beaucoup de visibilité à l'investisseur ». ●

## Les limites planétaires imposent-elles de nouveaux modèles d'investissement ?

Apparu en 2009, le concept de limites planétaires émane d'un groupe de chercheurs du Stockholm Resilience Center, qui s'intéressait aux paramètres garantissant la stabilité du système Terre. « Ils en ont identifié neuf, parmi lesquels le climat, l'intégrité de la biosphère, le cycle de l'eau et l'acidité des océans », signale Audrey Lambry, chez Eurazeo, pour qui il importe aussi de bien comprendre les notions associées. « Ces neuf systèmes ou écosystèmes ou processus ont une fonction de régulation, qui a permis à la Terre d'entrer dans une zone de très grande stabilité. Et pour chacun des paramètres, il y a une limite à ne pas dépasser si l'on veut que la fonction de régulation soit opérée. » S'ajoute enfin la notion de dépassement.

### Investisseurs et scientifiques doivent coopérer

Face à ces limites planétaires, qui sont de nature à affecter la valorisation, voire la



viabilité, de nombreux actifs, les investisseurs n'ont pas d'autre choix que de faire évoluer leurs modèles. « On ne peut pas rester sur une approche monothématique, défend ainsi Audrey Lambry. Il faut absolument sortir de l'angle de vue focalisé sur le climat pour intégrer une vision plus systémique, plus holistique, afin de considérer l'ensemble de ces paramètres. » Bon nombre de professionnels ont d'ailleurs commencé à s'adapter. « Nos équipes de recherche ont embauché des géologues et des climatologues, soit des personnes de la sphère des sciences dures avec lesquelles

nous n'avons pas forcément l'habitude de travailler jusqu'alors. Nos équipes de data scientists sont aussi de plus en plus formées, notamment sur la gestion de la donnée non structurée et de la donnée géospatiale », indique Julien Moussavi, du LSEG.

Face à l'ampleur du chantier, les défis restent nombreux. « Il y a encore beaucoup de pédagogie à faire autour des limites planétaires car ce sujet est à la fois relativement récent et complexe », poursuit Julien Moussavi. Surtout, le manque de données pertinentes demeure un obstacle majeur, parmi bien d'autres. « Les limites planétaires sont un cadre scientifique, qu'il faut donc pouvoir essayer de traduire, relève Jean-François Coppenolle, d'Abeille Assurances. Mais le problème fondamental tient au fait que nous n'avons toujours pas mis de prix sur les externalités négatives de la nature. Or, tant qu'il n'y aura pas de pricing de ces externalités, il sera difficile de les prendre en compte dans la gestion ». ●

## Investissement durable : outils et innovations en **dette privée**

**A**u sein de l'industrie du non-coté, la dette privée s'est imposée, au fil des années, comme un instrument majeur du financement de la transition environnementale. Une tendance qu'illustre par exemple le producteur d'énergies renouvelables Akuo. « Au niveau corporate, nous avons recours depuis 2013 à des émissions obligataires de type Euro-PP, green bond unsecured. Cette année, nous avons fait entrer deux fonds de dette, qui ont souscrit de façon assez privilégiée à notre dernière émission », explique Ghislain Hérault, d'Akuo.

### Investissement direct et indirect

Octroyés par un club d'investisseurs ou un seul acteur, via par exemple une dette unitranche, ces financements sont de plus en plus souvent assortis de mécanismes d'indexation au niveau du spread, de façon à créer une incitation supplémentaire. « A travers nos deux fonds, nous avons fait



le choix d'investir dans des sociétés qui souhaitent, dès le départ, s'engager sur des indicateurs E, S et G qui sont co-construits et qui ont un impact sur la marge du prêt, détaille Sandrine Richard, de Generali Asset Management (Generali Investments). Si elles atteignent leurs objectifs, la marge baisse puisqu'on estime qu'il y a moins de risques. Si elles ne les atteignent pas, en revanche, la marge monte. » Investissant sur cette classe d'actifs de manière indirecte, en sélectionnant des gérants en dette privée « crédibles dans l'intégration de la

dimension impact au sein de leur gestion », les équipes de Crédit Agricole Assurances dressent pour leur part un constat positif quant à la dynamique de marché. « Sur les dettes d'entreprise, il y a certes encore peu d'offres de fonds article 9 car c'est beaucoup plus difficile à mettre en place – il faut notamment suivre les covenants d'impact, témoigne Deepah Colombel. Néanmoins, les choses évoluent dans le bon sens, avec des initiatives très engageantes. » Et à en croire chacun, le meilleur reste à venir. ●

## Intégrer l'ESG pour une **gestion obligataire durable**

**C**omme le souligne Olivier Vigna, de Paris Europlace, les émissions d'obligations à dimension durable continuent de s'inscrire dans une dynamique favorable, en France tout particulièrement. En réponse à une offre de titres qui va croissant, les gérants obligataires ont considérablement renforcé leurs stratégies d'investissement et leurs méthodologies au fil des années, de manière à placer l'ESG au cœur de

leur action. Cette intégration repose sur divers piliers, comme les exclusions sectorielles. « L'idée, c'est de continuer à financer la plupart des secteurs de notre économie avec une approche de transition et de durabilité, et d'en exclure quelques-uns que l'on va considérer comme trop intenses en carbone ou comme à risque pour la biodiversité ou pour la préservation des milieux aquatiques », résume Thibault Destrés, d'Anaxis AM.

### L'engagement au cœur de l'approche

La prise en compte de scores ESG est également centrale, au même titre que l'engagement, qui peut prendre une variété de formes. « Par exemple, nous allons choisir des thématiques qui nous apparaissent très parlantes, à l'instar récemment des polluants éternels (PFAS). Nous allons aussi mettre en pratique l'engagement de nos clients, avec des objectifs de décarbonation importants de nos portefeuilles. Et l'engagement se matérialise aussi au niveau des émetteurs,

puisque nous en avons rencontré plus d'une centaine », décrit Nathalie Beauvir-Rodes, d'Ostrum Asset Management. D'après Anne-Sophie Demorgny, de MACSF, le fait de « mettre l'analyse extra-financière au même niveau que l'analyse financière » constitue un autre prérequis d'une démarche responsable.

Aussi robustes soient les approches des gérants, des marges de progression demeurent, en particulier en termes de disponibilité et de fiabilité des données. « L'utilisation des données extra-financières est un vrai enjeu », confirme Anne-Sophie Demorgny. Or, dans ce domaine, la situation est loin d'être optimale. « Dans la mesure où nous nous appuyons largement sur des données estimées, et finalement pas sur des données reportées, nous nous sentons un peu captifs des fournisseurs de données », constate Nathalie Beauvir-Rodes. « Nous manquons clairement de données sur le scope 3, ce qui nous limite dans notre analyse de l'impact global des entreprises », ajoute Thibault Destrés. ●

**Aussi robustes soient les approches des gérants, des marges de progression demeurent, en particulier en termes de disponibilité et de fiabilité des données.**

## Construire des portefeuilles durables pour une transition écologique juste

**A**pparue dans les années 1980 aux Etats-Unis, la notion de transition juste désigne le fait de « rendre l'économie plus verte d'une manière qui soit aussi équitable et inclusive que possible pour toutes les personnes concernées, en ne laissant personne de côté », précise Ute Meyenberg, de CFDT Cadres. Le thème de la justice sociale s'inscrit dès lors au cœur du concept. Or force est de constater qu'il est encore peu traité dans le domaine de la finance durable. « Trop peu de fonds sont aujourd'hui positionnés sur le "S" de l'ESG », déplore en effet Michel Escalera, de Palatine Asset Management.

### Un moteur de performance

Pourtant, quelle que soit la stratégie d'investissement adoptée, le volet social se doit d'être au cœur de l'analyse des gérants et des objectifs qu'ils poursuivent,



comme le défend Hervé Guez, de Mirova. La raison est multiple. Déjà, il est impossible, conformément au principe « do no significant harm » (DNSH) érigé par la taxonomie européenne, d'agir sur l'environnement sans prendre en compte le social, et vice-versa. Ensuite, les données disponibles permettent d'intégrer cette dimension sans difficulté majeure, du

moins dans la sphère cotée. « Nous suivons plus de 100 indicateurs extra-financiers en lien avec le social, parmi lesquels la création d'emplois, l'emploi des jeunes, etc. », illustre Michel Escalera. Enfin, la performance financière à moyen-long terme des sociétés les plus en pointe est souvent au rendez-vous. Aux Etats-Unis, les grandes capitalisations labellisées « Best Place to work » surperforment nettement l'indice de référence, illustre Michel Escalera.

Alors que de nombreux investisseurs ont toujours le sentiment qu'une politique ESG ambitieuse tend à affecter la performance des portefeuilles, les professionnels de la finance durable en appellent à accélérer les efforts de pédagogie afin de battre cette idée en brèche. « Il y a un travail important à effectuer pour sortir de la culture du benchmark », insiste plus largement Hervé Guez. ●

## Tech et data : alliés incontournables de l'investissement responsable

**Q**u'ils soient privés ou publics, les acteurs sont unanimes : la transition écologique ne pourra être menée à bien qu'en présence de data. « Sans numérique et sans donnée, pas de déploiement des énergies renouvelables, pas de développement du covoiturage, pas de traçabilité sur la gestion des déchets ou de suivi fin des produits phytosanitaires, pas de prise en compte des espèces protégées dans la décision d'urbanisation, pas de mesures de l'empreinte environnementale des entreprises... », énumère Vincent Aït-Ammar, du ministère de la Transition écologique, de la Biodiversité, de la Forêt, de la Mer et de la Pêche. Le cas de Solargis, qui fournit des données sur les paramètres climatiques qui influencent la production d'énergie solaire, illustre cette importance de la data dans le déploiement de l'énergie solaire.

« Nos données sont notamment utilisées pour le financement de tels projets, par les

développeurs, les exploitants et les financiers. Ces derniers sont les principaux utilisateurs parce qu'ils ont besoin de fixer les hypothèses des modèles financiers », évoque Bernard Ferrier, de Solargis.

### Pour un usage frugal de l'IA générative

Même si de nombreuses informations sont aujourd'hui disponibles, les dénicher n'est toutefois pas toujours une tâche aisée. En outre, leur qualité les rend parfois peu exploitables voire non exploitables. De quoi compliquer la mission des investisseurs engagés dans une démarche responsable. « Qu'elle soit ESG ou financière d'ailleurs, la donnée sert à piloter la performance à travers des indicateurs. En tant qu'investisseur responsable, notre objectif est de nous assurer que la valeur qui est créée soit une valeur qui soit durable », rappelle en effet Renaud Serre-Lapergue, de Swen Capital Partners. Afin de faciliter l'accès aux données pertinentes et leur



utilisation, la technologie joue un rôle clé, en particulier l'intelligence artificielle et, depuis quelques années, l'intelligence artificielle générative. Ce qui n'est pas sans poser de problème sur un plan écologique. « La différence de consommation d'énergie entre une requête sur Google et un prompt, c'est un ordre de grandeur de 10 fois. D'ailleurs, les Etats-Unis rouvrent des centrales nucléaires pour alimenter des data centers », pointe Caroline Jean-Pierre, de GenAI Impact, qui invite à un usage frugal de l'IA générative. ●

## Investir dans la **climate tech** : risques et opportunités

**V**ent mauvais pour les acteurs de la climate tech, ce segment qui regroupe les start-up opérant dans les domaines de la décarbonation, des énergies renouvelables, de l'efficacité énergétique ou encore de la gestion de l'eau et des déchets. Tandis que l'administration Trump s'est engagée dans le démantèlement de l'action climatique des Etats-Unis, l'UE vient de remettre en cause, via son train de mesures Omnibus, certaines avancées de son Green Deal. A cela s'ajoute du reste un autre mauvais signal : la récente faillite du Suédois Northvolt, pionnier européen dans le secteur des batteries pour les véhicules électriques.

Dans cette industrie, « le facteur d'échelle est une notion importante », rappelle

Pauline Plisson, de Naldeo Technologies & Industries. Or, malgré ces signaux négatifs, les perspectives n'en restent pas moins porteuses pour la climate tech, eu égard à la succession de perturbations et de catastrophes naturelles induites par le réchauffement climatique. « Puisque nous n'avons pas de planète B, il y a un intérêt collectif à faire réussir ces initiatives », justifie Marc Germanangue, de Zenon Research. L'opportunité est d'autant plus grande que, derrière les quelques échecs et difficultés de certaines jeunes pousses, les succès sont nombreux : Waga Energy, Bobine, Water Horizon, Materrup, Sweetch Energy, Néolithe... Et si, depuis plusieurs mois, l'IA révolutionne de plus en plus l'écosystème, « la low-tech a aussi toute sa

place », estime Pauline Plisson. Quoi qu'il en soit, « investir dans la climate tech est aussi un devoir », insiste Karine Vernier, d'InnoEnergy, qui met en avant un enjeu de souveraineté. Mais c'est là que le bât blesse : dans le cadre de sa récente levée de fonds de 60 millions d'euros, la start-up française GravitHy, qui propose un acier décarboné, n'a par exemple attiré aucun investisseur hexagonal ! « Nous avons un trou dans la raquette en France ; les initiatives industrielles majeures ne trouvent pas de solutions financières », regrette Karine Vernier. Outre les financiers, les groupes industriels ont, eux aussi, un rôle central à jouer dans le développement des climate techs, notamment via la sécurisation des débouchés commerciaux. ●

### LES INTERVENANTS SUR LA THÉMATIQUE « FINANCE DURABLE »



**Edouard Ayello**, senior ESG Solutions Specialist & porte-parole, Weefin



**Arnaud Fallier**, directeur général adjoint et directeur des investissements, CPRAM



**Sophie Flak**, Executive Board Member, Managing Partner CSR et Digital, Eurazeo



**Alexandre Gautier**, directeur général adjoint de la stabilité financière et des opérations, Banque de France



**Viviane Ting**, Partner, Amundi Alpha Associates



**Frédéric Lowe**, expert en dette privée ESG, LBP AM



**Sam Bowden**, Sales Manager, Sweep



**Ludivine de Quincerot**, responsable de l'investissement durable et de la gestion diversifiée Europe, Rothschild & Co Asset Management



**Alix Roy**, ESG Analyst, Ecofi



**Michael Israel**, fondateur et CIO, IVO Capital Partners



**Audrey Lambry**, Sustainability and Impact Manager, Eurazeo



**Julien Moussavi**, Head of Sustainable Fixed Income Product, LSEG



**Sandrine Richard**, Head of Direct Private Debt, Generali Asset Management (Generali Investments)



**Nathalie Beauvir-Rodes**, directrice des transitions durables, Ostrum Asset Management



**Thibault Destrés**, associé et responsable de la gestion obligataire, Anaxis AM



**Hervé Guez**, CIO Equity & FI, Mirova



**Michel Escalera**, directeur général, Palatine Asset Management



**Renaud Serre-Lapergue**, directeur de la stratégie finance durable, Swen Capital Partners

Sont également intervenus sur cette thématique : **Sylvie Malécot**, Millenium Actuariat & Conseil • **Philippe Dutertre**, AG2R La Mondiale • **Michèle Pappalardo**, Comité du Label ISR • **Delphine de Chaisemartin**, AFG • **Erwin Houbrechts**, PGB Pensioendienst • **Kamel Omar**, Allianz France • **Emilie Maehara**, Sustainable Finance Observatory • **Jean-François Coppenolle**, Abeille Assurances • **Pierre-Alix Binet**, La Banque Postale ; Observatoire De La Finance Durable • **Deepah Colombel**, Crédit Agricole Assurances • **Ghislain Herault**, Akuo • **Nathalie Pistre**, Hydrelaia Conseil • **Anne-Sophie Demorgny**, MACSF • **Olivier Vigna**, Paris Europlace • **Ute Meyenberg**, CFDT Cadres • **Cécile Goubet**, Institut De La Finance Durable • **Vincent Ait-Ammar**, ministère de la Transition écologique, de la Biodiversité, de la Forêt, de la Mer et de la Pêche • **Bernard Ferrier**, Solargis • **Caroline Jean-Pierre**, GenAI Impact • **Marc Germanangue**, Zenon Research • **Pauline Plisson**, Naldeo Technologies & Industries • **Karine Vernier**, InnoEnergy • **Damien Brisemontier**, France Invest



# DÉCARBONATION

## Vers un avenir décarboné : quel mix énergétique pour 2035/2040 et avec quels financements ?

**E**ntrant dans la catégorie des « mégatendances » selon Guy Auger, d'Andera Partners, la transition énergétique s'accompagne pour les Etats et pour les agents privés de nombreux défis, liés notamment à la souveraineté et à la compétitivité. Ces deux enjeux sont, du reste, au cœur du mix énergétique que les pouvoirs publics devront déterminer pour les prochaines décennies en vue de décarboner leurs économies. Pour ce faire, ceux-ci ont la chance de pouvoir s'appuyer sur une palette d'options de plus en plus large, comprenant par exemple le nucléaire, le solaire, l'éolien, le biométhane, la biomasse ou encore l'hydrogène.

### Pas de solution unique

Pour tendre vers cet objectif de décarbonation, « l'électrification est inéluctable », considère Guy Auger. Un avis également partagé par Nicolas Rochon, de RGreen Invest, qui en appelle par ailleurs « à ne pas opposer le nucléaire et les énergies renouvelables ». Mais l'électrification des usages ne sera qu'une partie de la solution. « Au-delà du fait qu'il ne serait pas réalisable de bâtir un système tout électrique, il serait terrifiant de dépendre d'un seul réseau », souligne Isabelle Kocher, de Blunomy. En outre, l'allocation du mix énergétique ne peut être unique. « Dans la mesure où les problématiques sont

diverses entre les pays, on ne peut pas ne pas faire de sur-mesure », confirme en effet Laurent Chatelin, d'Eurazeo. Et Isabelle Kocher d'abonder : « Il importe de coller à la réalité des territoires. »

### Un champ d'opportunités élargi

Quels que soient les choix énergétiques privilégiés par les gouvernements, « on ne résoudra pas la question de la transition avec des subventions », prévient d'emblée Nicolas Rochon. Dans ce contexte, le rôle des fonds d'investissement sera donc central, qu'il s'agisse d'investir au niveau des actifs (sociétés ad hoc, SPV) ou directement au capital des développeurs. « Nous sommes là pour aider les entrepreneurs à passer à l'échelle », relève Laurent Chatelin qui, tout en insistant sur le besoin de stabilité réglementaire, pointe « des opportunités d'investissement historiques dans les infrastructures ». Sur la même ligne, Guy Auger fait quant à lui état d'« une profondeur de marché énorme », tandis que Nicolas Rochon rappelle que « le secteur de la transition énergétique, en plus d'offrir de la visibilité, est aujourd'hui le plus profitable ». ●



## Les outils pour **décarboner l'industrie**

**R**éprésentant aujourd'hui 17 % des émissions de gaz à effet de serre de la France, le secteur industriel a réduit son empreinte carbone de près de moitié depuis les années 1990. Un constat qui s'explique en partie par le mouvement de désindustrialisation observé sur la période, « mais aussi par les efforts importants réalisés par les industriels », insiste Aurélie Picart, du Comité stratégique de filière Nouveaux Systèmes Energétiques. Pour entretenir cette dynamique, les entreprises ont pu, et peuvent toujours, actionner différents leviers. « Solution généralement la plus efficace et la moins onéreuse, la recherche d'efficacité énergétique doit être le premier réflexe », avance Arnaud Susplugas, de Kyotherm, qui identifie comme autres démarches vertueuses « la décarbonation de l'énergie thermique, l'électrification, le recyclage de matières appelées à être réincorporées dans le process, la séquestration et/ou la réutilisation de carbone, et l'hydrogène ». A noter que ces deux derniers leviers n'en sont qu'à un stade de développement émergent.



### **De nouvelles sources de financement**

Sensible aux enjeux RSE et à son impact environnemental depuis sa création, le groupe Lemoine, pour sa part, en a mis en œuvre plusieurs, « allant des actions de formation des équipes à l'optimisation de nos process, en passant par la récupération de la chaleur dégagée par nos machines »,

explique Jeanne Lemoine, sa dirigeante. Dans ce domaine, cette ETI tire également profit de sa stratégie industrielle, consistant historiquement à travailler avec des fournisseurs locaux et à s'implanter à l'étranger, au sein ou à proximité des marchés où elle est présente commercialement, pour limiter les émissions de CO2 afférentes au transport. Tandis que la plupart de ces initiatives ont un coût, les entreprises peuvent compter sur une offre de financement élargie. « Outre les dispositifs publics (subventions, aides remboursables...), elles peuvent avoir accès à des crédits bancaires, à des obligations mais aussi à des solutions innovantes, comme le tiers-investissement qui permet aux industriels de financer leur transition sans mobiliser leur capital », constate Laurence Martinez-Bellet de Watson Farley & Williams. De fait, cette technique consiste à faire financer tout ou partie d'un investissement par un tiers, qui va ensuite se rémunérer, notamment sur la base des économies d'énergie réalisées. ●

## Les défis de la décarbonation **des actifs réels**

**S**elon les estimations des experts, 80 % à 90 % du parc immobilier de 2050 existent déjà. Dans ce cadre, sa décarbonation passera nécessairement par la réhabilitation de l'ancien. Sur le papier, la tâche n'a rien d'insurmontable. « Nous avons la technologie pour décarboner très efficacement », confirme Laurent Lavergne, d'AXA IM Alts. En pratique, la situation est toutefois plus complexe en raison non seulement de désalignements d'intérêts – tandis que les travaux financés par le propriétaire profitent au locataire, le premier peut

difficilement en répercuter le coût sur le montant du loyer, strictement encadré dans des pays comme la France –, mais aussi de problématiques administratives. « Pour pouvoir rénover, nous devons parfois adresser des demandes d'autorisation auprès des Architectes des bâtiments de France (ABF) ou de leurs équivalents à l'étranger, pour qui l'enjeu de la décarbonation n'est pas au cœur des priorités », poursuit Laurent Lavergne. A cela s'ajoute enfin un autre défi, tout aussi complexe. « Pour s'assurer de l'adaptation des investissements réalisés aux

changements physiques et aux aléas environnementaux futurs, il faut pouvoir se projeter, ce qui implique de savoir utiliser les informations disponibles », prévient Stefano Bonelli, d'AXA Climate.

### **Une version 2 du Label ISR Immobilier en préparation**

Pour apporter leur pierre à l'édifice, les investisseurs peuvent s'appuyer depuis 2020 sur le « Label ISR Immobilier » afin de sélectionner les fonds immobiliers (SCPI, OPCI, FIA) ambitieux dans ce domaine. Une forme de certification qui pourrait prochainement évoluer. « Tandis que la double matérialité est clé, il faut une meilleure prise en compte de la rénovation des parcs existants », informe Yves Dieulesaint, de l'IEIF et membre du Comité du Label ISR, qui précise qu'un groupe de travail planche actuellement sur une version 2 du Label ISR Immobilier. ●

**Les investisseurs peuvent s'appuyer depuis 2020 sur le « Label ISR Immobilier » afin de sélectionner les fonds immobiliers (SCPI, OPCI, FIA) ambitieux dans ce domaine.**

## Les SAF, leviers de décarbonation du **transport aérien**

**A** l'origine de 5 % des émissions de gaz à effet de serre, l'avion est le mode de transport le plus polluant au monde. Les acteurs de cette industrie ont pourtant réalisé d'importants efforts en matière de décarbonation : « la consommation de carburant par kilomètre et par passager a été divisée par deux entre les années 1990 et la fin des années 2010 », informe en effet Pierre Deron, de Cleantech Open France. Cependant, le trafic aérien a été multiplié par quatre dans le même temps, entraînant de facto un doublement des rejets de CO<sub>2</sub>. Dans ce contexte, le recours aux « carburants d'aviation durable » (sustainable aviation fuels), SAF ou e-SAF, apparaît comme l'une des solutions les plus prometteuses pour réduire l'empreinte environnementale des compagnies aériennes. Pouvant être élaborés à partir de diverses sources (biomasse, graisses et huiles usagées, électricité, eau, hydrogène...), ceux-ci pourraient représenter 20 % des carburants utilisés dans le secteur à horizon 2035 en Europe. Un objectif ambitieux : même si la production de SAF a été multipliée par 12 en quatre ans à l'échelle mondiale, elle ne pèse que 0,3 % de la production mondiale de carburants d'aviation.



### Défis et incertitudes

Or la démocratisation de cette famille de carburants plus propres s'accompagne de nombreux défis. « En raison de leur coût aujourd'hui sensiblement plus élevé, il existe des interrogations sur le modèle économique des acteurs de cette filière : comment vont évoluer la demande des compagnies aériennes et, par là même, les revenus de ces derniers ? », souligne d'abord Emmanuel Legrand, de la Banque des Territoires. En outre, la préparation de tels dossiers est particulièrement complexe. « Ce sont des projets industriels d'envergure », confirme Laurent Battoue, de Watson Farley & Williams, qui évoque

les demandes d'autorisation administrative, la prise en compte de contraintes réglementaires fixées par une diversité de textes, la faculté à obtenir l'adhésion des populations directement concernées par l'implantation du site... « Il y a un vrai travail de pédagogie à mener par la filière aéronautique », résume Benoît Decourt, d'Elyse Energy. A l'aune des capex significatifs en jeu, ce dernier insiste enfin sur la nécessité de « dérisquer de tels projets » afin d'attirer des financeurs. Un prérequis qui passe notamment par l'implication des compagnies aériennes, via par exemple un engagement pluriannuel sur les volumes d'achat de SAF ou d'e-SAF ●

## Comment investir pour **créer une économie circulaire ?**



**S**elon la définition communément admise, l'économie circulaire consiste à produire des biens et des services de manière durable, en limitant la consommation et le gaspillage des ressources et la production des déchets. « Dans la mesure où les ressources de la planète s'épuisent, il n'y a pas d'autre choix que de basculer dans cette démarche », estime Jawaher Allala, de Systnaps. D'ailleurs, celle-ci dépasse, de loin, la seule problématique du recyclage. « Il existe une vraie filière », confirme Eric Tajchman, de l'Insec. C'est pourquoi l'économie circulaire requiert de « bien comprendre toutes les chaînes de valeur », insiste Elise Beauvils, de Lombard Odier Investment Managers. Pour ce faire, la société de gestion s'est dotée d'équipes de recherche structurées autour de ces

chaînes. « Leur approche est cross-sectorielle », précise-t-elle.

### Les données, au cœur de la démarche

Afin de basculer dans cette économie circulaire, deux prérequis s'imposent aux yeux des experts. Le premier tient à l'accès aux données. « Les entreprises vont devoir en collecter un grand nombre pour, notamment, éco-concevoir leurs produits et gérer les flux de livraison, souligne Jawaher Allala. Données dont il faut diminuer l'impact. » Le second repose sur la viabilité des modèles d'affaires développés par les acteurs. Au-delà de la création de valeur durable associée, « ils doivent générer de la rentabilité », relève Eric Tajchman. Or, pour beaucoup d'entre eux, le défi reste entier sur ce plan. ●

## Comment décarboner le transport routier en Europe ?



**E**n Europe, le secteur des transports est à l'origine d'environ 30 % des gaz à effet de serre rejetés. Pour atteindre l'objectif de neutralité carbone à horizon 2050, l'effort devra être général. « Nos voitures particulières représentent à elles seules plus de la moitié de ces émissions », informe en effet Sandrine Henry, de l'association AVEM. Alors que le Vieux Continent s'est doté de politiques ambitieuses dans ce domaine, la tâche n'est guère aisée. « Décarboner coûte cher, pointe d'emblée Yann Colin, du groupe

Bert&You. Or il y a un enjeu de rentabilité pour l'ensemble des entreprises concernées par le transport routier, et notamment les transporteurs qui affichent des marges très faibles. Investir sans accompagnement, quel qu'il soit, est presque impossible. »

### Divers types de fonds

Cet impératif de décarbonation du transport routier peut passer par différents leviers. Par exemple, l'électrification du parc de véhicules fait partie de la palette de solutions, d'autant que, « globalement, le camion électrique ne revient pas plus cher que le camion roulant au diesel », avance Nicolas Bach, d'Inthy, avant d'ajouter que la technologie permet aujourd'hui aux véhicules lourds de rouler plus de 500 km avec une recharge. Parallèlement, l'hydrogène est appelé à monter en puissance, même si son coût élevé demeure un frein. Quelles que soient les innovations

déployées, l'accès au financement sera, à l'aune des investissements nécessaires, déterminant pour soutenir la transition du secteur. Cela tombe bien. « Sur la partie privée, il existe des fonds de tous genres : des fonds venture pour financer les start-up – mais il n'y a pas beaucoup de deals dans le transport routier sur ce segment –, des fonds de croissance qui typiquement pourraient investir dans des transporteurs pour les accompagner dans leurs investissements et dans leur verdissement – il y a eu beaucoup de deals en Europe durant les quatre dernières années –, et des fonds d'infrastructure », énumère Prune des Roches, d'Andera Partners. Du côté des dispositifs publics, des mécanismes de financement existent également, mais ils manquent pour certains de lisibilité et n'offrent guère de garantie quant à leur caractère pérenne ou non. Dans ce contexte, le défi reste donc entier. ●

## Verdir les infrastructures traditionnelles : défis et opportunités



**E**ssentielles d'un point de vue tant économique que social, les infrastructures que constituent les routes, les ponts, les réseaux énergétiques ou encore les ports et aéroports figurent aussi parmi les actifs les plus émetteurs en CO2 et les plus consommateurs en ressources naturelles. Afin d'accélérer la transition écologique, il importe donc de les moderniser et de les décarboner, pointe d'emblée Sandra Hahn Duraffourg, d'Infravenir.

Un défi qui suppose le développement de « solutions innovantes et durables ». Pour Haropa Port, ensemble portuaire et premier hub logistique de France, il s'agit d'une nécessité, alors que le transport maritime de marchandises est appelé à s'envoler dans les prochaines années. « Aujourd'hui, 50 % de nos investissements concernent peu ou prou cette problématique de décarbonation », expose ainsi Christophe Berthelin directeur général adjoint en charge des finances et de la comptabilité, Haropa Port.

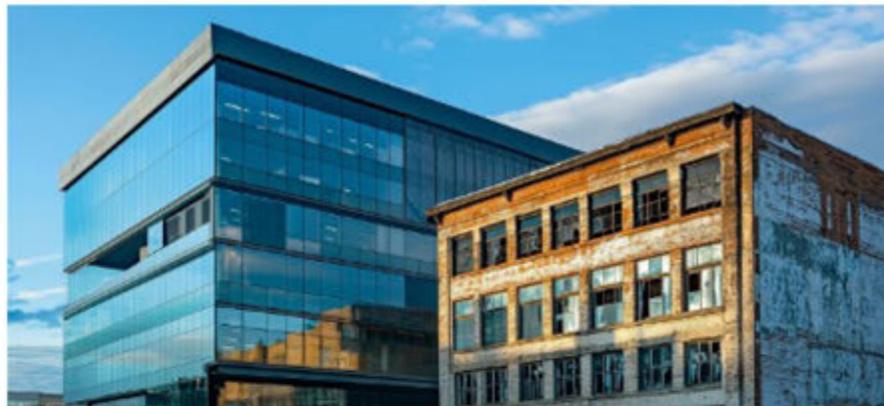
### Des freins persistants

Dans ce domaine, des réponses émergent, à l'instar des systèmes d'électrification des quais pour recharger les batteries des bateaux et des matériaux décarbonés. Concernant le transport routier, une expérimentation est en cours dans l'Essonne. « Il s'agit de bobines installées sous la chaussée et qui permettent aux véhicules, notamment aux camions, de se recharger en roulant dessus », fait remarquer Alexandra Bournazel, de Vinci. Problème, le coût de ces solutions mais également la réglementation

freinent parfois le déploiement d'innovations. « Concernant les bétons bas carbone, nous ne pouvons pas nous en servir partout comme on le voudrait, même si les tests sont probants », illustre Alexandra Bournazel. Sur le plan du financement de ces technologies (plus) vertes, en revanche, les voyants sont globalement au... vert. « Du fait de leurs caractéristiques intrinsèques (actifs essentiels à l'activité économique et à la vie citoyenne, actifs de long terme, revenus en général contractualisés sur le long terme qui donnent une grande visibilité, contracyclicité...), les infrastructures sont un type d'investissement très attractif pour les épargnants et pour les investisseurs de long terme », commence en effet par rappeler Charlotte Lavit d'Hautefort, d'Arkéa Asset Management. Et cette dernière d'insister sur le fait que le financement des infrastructures vertes, « ce n'est pas un compromis entre la performance financière et la performance extra-financière, puisque l'on va pouvoir à la fois capitaliser sur ces atouts classiques des infrastructures et, en plus, rajouter cet impact positif sur l'environnement ». ●

## Le recyclage urbain, une réponse aux enjeux climatiques et aux besoins de logements

**D**ans le catalogue des réponses innovantes et durables à la crise du logement et à la transition écologique, le recyclage urbain trouve toute sa place. Cette pratique consiste en effet à transformer des friches industrielles et des bureaux obsolètes en logements ou en infrastructures durables, précise Thomas Bruno, de Cleantech Open France. Or, rien qu'en France, le potentiel en la matière est immense. « Les recensements officiels du ministère de l'Environnement font état de 340 000 sites ayant connu une activité industrielle susceptible d'avoir généré des pollutions », signale Patrick Viterbo, de Brownfields. L'expert fait également remarquer qu'il existe « plusieurs millions de mètres carrés de bureaux qui, compte tenu de l'évolution des usages, ne sont plus situés dans des quartiers tertiaires et représentent, à ce titre, une autre matière première de la transformation de la ville. » Architecte chez Carta-Reichen et Robert Associés, Lawrence Hutchison insiste quant à lui sur le fait que cette



pratique du recyclage urbain « ne vise pas à réinventer la ville, mais plutôt à réinventer la manière de faire la ville ».

### Des rendements performants en plus de l'impact

Pour ce faire, les défis tant techniques qu'environnementaux (dépollution, démolition, désamiantage...) sont, il est vrai, colossaux. A ce titre, l'intervention des pouvoirs publics est jugée précieuse pour mener à bien de tels projets, mais pas indispensable pour autant.

« Il y a toute une économie qui fonctionne, hors intervention publique, et qui est particulièrement vertueuse parce qu'elle conjugue des rendements performants et des impacts très forts », assure Patrick Viterbo. De quoi susciter les marques d'intérêt des investisseurs institutionnels, d'autant que « ce sont des projets extrêmement concrets, qui parlent fortement au niveau du conseil d'administration », apprécie Jean-Bernard Ott, de la Caisse d'assurance vieillesse des pharmaciens. ●

### LES INTERVENANTS SUR LA THÉMATIQUE « DÉCARBONATION »



**Laurent Chatelin**, associé, Eurazeo



**Stefano Bonelli**, Head Of Decarbonization, AXA Climate



**Laurent Lavergne**, Global Head Of Sustainability, AXA Investment Managers Alts



**Elise Beauflis**, Deputy Head Of Sustainability, Lombard Odier Investment Managers



**Charlotte Lavit d'Hautefort**, directrice dette infrastructure, Arkea Asset Management



**Patrick Viterbo**, président, Brownfields

Sont également intervenus sur cette thématique : **Guy Auger**, Andera Partners • **Isabelle Kocher**, Blunomy • **Nicolas Rochon**, Rgreen Invest • **Aurélié Picart**, Comité stratégique de filière, Nouveaux Systèmes Energétiques • **Jeanne Lemoine**, Groupe Lemoine, Club ETI Normandie • **Laurence Martinez-Bellet**, Watson Farley & Williams • **Arnaud Susplugas**, Kyootherm • **Yves Dieulesaint**, IEIF et Comité du Label ISR • **Laurent Battoue**, Watson Farley & Williams • **Benoît Decourt**, Elyse Energy • **Emmanuel Legrand**, Banque des Territoires • **Pierre Deron**, Cleantech Open France • **Eric Tajchman**, Inseec/ISK Dakar • **Jawaher Allala**, Systnaps • **Nicolas Bach**, Inthy • **Yann Colin**, Groupe Bert&You • **Prune des Roches**, Andera Partners • **Sandrine Henry**, Association AVEM • **Christophe Berthelin**, Haropa Port • **Alexandra Bournazel**, Vinci • **Sandra Hahn Duraffourg**, Infraavenir • **Thomas Bruno**, Cleantech Open France • **Lawrence Hutchison**, Carta-Reichen et Robert Associés • **Jean-Bernard Ott**, Caisse d'Assurance Vieillesse des Pharmaciens



# CLIMAT ET TRANSITION ÉNERGÉTIQUE

## De la COP 29 à la COP 30 : comment accélérer ?

**L'**accord de Paris a permis de réduire la trajectoire de réchauffement climatique à 2,7-3,1 °C, contre 4-5 °C auparavant. « La présidence brésilienne de la COP 30 représente une opportunité de mobiliser des financements plus larges, au-delà des seules contributions publiques des pays développés, précise **Agnès Pannier-Runacher, ministre de la Transition écologique, de la Biodiversité, de la Forêt, de la**

**Mer et de la Pêche.** Il s'agit d'impliquer tous les pays selon leur situation de départ, avec des mécanismes comme les crédits carbone, introduits à la COP 29, qui favorisent des projets communs et bénéfiques pour tous. » **André Corrêa do Lago, président de la COP 30,** souligne que « l'intégration du climat dans les stratégies économiques est essentielle, en particulier pour les pays en développement, pour qui la finance climat

doit aussi être une finance de développement. La COP 30, qui se tiendra à Belém, visera à démontrer que la lutte contre le changement climatique peut générer des opportunités économiques et améliorer la vie des populations ». « Il est à cet effet nécessaire que les investisseurs aient une vision de long terme pour évaluer le coût de l'inaction face au potentiel de l'action climatique », conclut Agnès Pannier-Runacher. ●



## Souveraineté industrielle : les enjeux de la compétitivité et du financement

« **L**a souveraineté industrielle repose sur la capacité à limiter les dépendances, explique Anaïs Voy-Gillis, géographe et chief strategy and CSR officer, Humens. Pour y parvenir, il est essentiel de bâtir une base industrielle solide, soutenue par des fonds d'investissement alignés sur les objectifs de réindustrialisation. » Ce mouvement implique une transformation du monde financier mais aussi une mobilisation des territoires. « Les régions comme la Normandie s'engagent déjà dans cette voie en développant leur propre ingénierie stratégique et en créant des fonds d'investissement régionaux capables de mobiliser des ressources, précise Sophie Gaugain, 1<sup>re</sup> vice-présidente de la région Normandie et maire de Dozulé. Nous créons des réseaux de fonds de fonds mondiaux en fonction des cibles qu'on se fixe. » Pour Hélène Gelas, avocate associée chez Jeantet, « cette souveraineté, qu'elle soit étatique ou européenne, passe également par une politique stable et cohérente. Or, ce n'est pas le cas aujourd'hui, notamment dans des domaines clés comme la décarbonation de l'industrie et l'électrification des usages. Il est crucial d'aligner les décisions politiques sur les objectifs de souveraineté énergétique et industrielle ».



### L'Europe doit se mettre en ordre de marche

« L'Europe a la capacité pour rivaliser avec les grandes puissances, mais sa fragmentation entre États membres freine la construction d'une stratégie industrielle cohérente, précise Anaïs Voy-Gillis. Face à la Chine et aux États-Unis, elle doit clarifier ses ambitions, coordonner ses politiques et agir collectivement pour garantir sa souveraineté industrielle d'ici 2050. » « L'Europe a des ressources en minerais critiques, comme les terres rares, en quantité suffisante, et des projets miniers compétitifs en Espagne, au Portugal, en Finlande et en France, pré-

cise Sylvain Eckert, associé, Infravia. Bien qu'elle ne puisse pas égaler la Chine en termes d'économies d'échelle, elle peut néanmoins se distinguer par ses capacités d'innovation et ses techniques de traitement plus efficaces. » « Toutefois, la complexité des réglementations européennes comme le NZIA et la subsidiarité énergétique des États membres freinent l'élan nécessaire, poursuit Hélène Gelas. Cette Europe de l'énergie ne fonctionnera que s'il y a un financement de budget unique européen. » Sophie Gaugain estime en conclusion que malgré ces obstacles, « le sursaut européen est néanmoins en train d'avoir lieu ». ●

## L'innovation, un bouclier contre le réchauffement climatique



Il existe plusieurs conceptions et définitions de l'innovation. « Schneider Electric investit notamment dans l'innovation sur les technologies, comme l'innovation incrémentale ou l'innovation de rupture, explique Gabriel Miche de Malleray, directeur stratégie et développement durable, Schneider Electric France. Par exemple, on utilise l'IA pour de l'innovation incrémentale ou adjacente sur des solutions existantes comme dans la gestion des microgrids pour leur permettre de devenir de plus en plus autonomes et d'avoir un fonctionnement optimisé. Ça vaut aussi pour des solutions de pilotage des

consommations du bâtiment, par exemple de la CVC. » « Pour notre part, nous finançons des sociétés qui innovent sans pour autant prendre de risque technologique », indique Pierre Devillard, partner – smart city & future industries, Eurazeo. « Il existe aussi de l'innovation de business model ou encore dans la réglementation », affirme Alexis Figeac, partner, venture climatetech, Timetoact Capital. « En tant qu'asset owner, on peut aussi innover et avoir des approches beaucoup plus durables », ajoute Elise Beaufiles, deputy head of sustainability, Lombard Odier Investment Managers.

## L'innovation, l'affaire de tous

Souvent l'innovation est réalisée en réseau, en coopération, parfois entre acteurs publics et/ou acteurs privés. « L'ensemble des acteurs doit jouer la carte de l'innovation, pour en tirer le meilleur profit, insiste Sophie Paturle, co-fondatrice et managing partner, Demeter. On a la chance d'avoir en France de grands groupes qui peuvent entraîner nos jeunes entreprises et des PME ; un vrai tissu de PME avec

des dirigeants performants, vers lesquels il faut drainer l'innovation. Chez Demeter, on a parmi nos souscripteurs un bon nombre de corporates, et nous développons des contrats d'accompagnement de nos entreprises avec le CNRS, avec l'IFP Energies Nouvelles. » « Dès le lancement de notre stratégie autour du développement durable, nous avons également fait le pari de nous faire aider par des grands corporates pour identifier les solutions

innovantes, puis pour aider les entreprises qui les développent à les démultiplier et à les pérenniser », ajoute Pierre Devillard. « En tant qu'investisseur, nous faisons face à des problèmes extrêmement complexes de transition durable, indique Elise Beauvilliers. Il faut s'entourer de compétences académiques et se tourner vers les corporates pour nous aider à mieux comprendre ces mécanismes de transition et les innovations qui sont associées. » ●

## La « corporate sustainability » évolue : le rôle grandissant des entreprises dans la lutte contre le dérèglement climatique

**E**n France, 90 % des entreprises comptent moins de 50 salariés. « Ces entreprises ne se sont clairement pas emparées de la CSRD et de l'Omnibus du 26 février, explique Jean-Philippe Daull, président-directeur général du Groupe Candor et président du Medef Normandie. Elles sont beaucoup plus préoccupées par la conjoncture économique, leur pérennité et leur trésorerie ». « Côté marché financier, on s'adresse à des investisseurs et à des entreprises cotées, donc le point de vue est un peu différent, ajoute Ludivine de Quincerot, responsable de l'investissement durable et de la gestion diversifiée chez Rothschild & Co Asset Management. Pour rappel, la réglementation a eu pour vertu de faire de la finance le bras armé pour orienter les flux vers les actifs durables. Si l'intention est bonne, l'exécution a été catastrophique. Ce qui se passe sur le front de la réglementation, notamment avec Omnibus, devrait permettre un retour à davantage de pragmatisme. » « Dans le

changement, en général, les consommateurs et les investisseurs ont aussi un rôle à jouer et sont à cet effet soutenus par les reportings comme la TCFD, la TNFD, la SBTi, le CDP », indique Julien Foll, recherche ESG & engagement, Amundi.

### La sustainability sur le terrain

« Depuis plusieurs années, le Medef est très engagé sur le sujet de la sustainability, ajoute Jean-Philippe Daull. Il a notamment pour vocation de faire en sorte que les réglementations européennes soient les plus simplifiées possible et d'accompagner les chefs d'entreprises sur tous ces sujets pour qu'ils s'emparent par exemple de la CSRD. » « Ce qui se passe dans les grandes entreprises cotées a un impact sur l'ensemble de la chaîne de valeur jusqu'aux petites entreprises qui sont au niveau régional, poursuit Ludivine de Quincerot. L'appropriation de la corporate sustainability par les sociétés dans leur stratégie cœur, afin de créer à terme de la valeur, d'être rentables et d'être attractives auprès



des investisseurs, est importante. » « Le rôle des financiers est également important, indique pour sa part Julien Denormandie, chief impact officer, Sweep. Il faut accepter d'avoir une rentabilité du capital et non des entreprises qui soit inférieure à celle qu'elle est aujourd'hui, dès lors qu'elle va prendre en compte le capital humain, mais aussi environnemental et les biens communs. » ●

## Retour d'expérience : l'intégration de la protection de la biodiversité aux objectifs extra-financiers

« **L**a protection de la biodiversité passe par une meilleure utilisation des services que nous apporte la nature et par le fait de ne pas les contrecarrer, rappelle Joël Prohin, directeur de la gestion

des placements, Caisse des Dépôts. Il s'agit d'une matière polymorphe qui, pour un investisseur institutionnel, est susceptible d'approches diverses, non contradictoires, bien souvent complémentaires, mais qui sont primordiales

par rapport au futur que nous voulons laisser. » « Selon l'IPBES, la moitié du PIB mondial, voire la totalité du PIB mondial, reposerait sur la bonne santé de la biodiversité, ajoute Matthieu Delabie, coordonnateur biodiversité finance et

instruments économiques, Office français de la biodiversité. Or, la finance à impact ne représente que 2 % aujourd'hui. Non seulement on rémunère mal ce capital, mais en plus, on l'altère alors qu'il soutient l'économie mondiale. Le législateur a donc proposé aux acteurs de la finance qu'ils participent à la réorientation des flux en faveur d'une économie résiliente ».

### Quels mécanismes de mesure ?

Tout récemment, les États se sont finalement mis d'accord sur des mécanismes de mesure du suivi des progrès en matière de biodiversité. « Nous avons des calculs grâce au Global Biodiversity Score mis en place

par CDC Biodiversité, qui reposent sur des modèles, explique Joël Prohin. Nous entendons en améliorer la partie qualitative avec la méthode LIP. » « Greenscope accompagne également des acteurs financiers dans l'évaluation des impacts et dépendances liés à la biodiversité, en s'appuyant sur des méthodologies reconnues

pour mesurer les risques systémiques et concrets sur les services écosystémiques », indique Jean-Emmanuel Challan Belval, CEO et co-fondateur de Greenscope. « De nouveaux outils sont en réflexion, comme les crédits nature portés par l'Union européenne et en France », conclut Matthieu Delabie. ●

**La moitié du PIB mondial, voire son intégralité, reposerait sur la bonne santé de la biodiversité.**

## Les défis de l'assurance durable

Les risques climatiques se renforcent et se diversifient depuis quelques années, générant un déséquilibre du schéma assurantiel. « Face à ce



contexte, beaucoup de communes ne sont plus assurées », explique Yves Deshayes, maire de Pont-l'Évêque et conseiller départemental du Calvados. « On constate aussi qu'il y a une différence de plus en plus importante entre les dommages assurés et les dommages économiques, précise Laurent Montador, directeur général adjoint d'Arundo Re. Ce "protection gap" s'accroît avec des problèmes d'assurabilité qui peuvent avoir lieu. Face à ce phénomène, les réassureurs doivent s'adapter et réviser le prix de leurs primes. » « Mais les données du passé ne donnent pas d'informations sur ce qui peut arriver, ajoute Ghislain Périsset, responsable monde des solutions assurantielles, Fidelity International. Nos équipes de recherche travaillent donc de plus en plus avec les

risk managers des entreprises, pour comprendre l'impact de risques climatiques sur leur organisation et comment elles prennent la mesure de ces risques, leur engagement. »

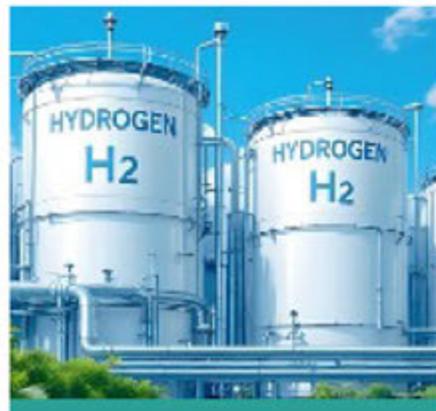
### Prévenir le risque

Pour limiter et prévenir le risque climatique, il faut mettre en place des plans d'actions. « Dans notre ville, pour prévenir le risque d'inondation, il faudrait entretenir les rivières, ce qui peut parfois être compliqué en raison notamment de la réglementation », indique Yves Deshayes. « Dans le monde de la réassurance, nous regardons comment la prévention est organisée au sein d'un pays ou encore comment l'assureur sensibilise sur le risque », indique Laurent Montador. ●

## Quel rôle des fonds d'infrastructures dans le financement de la transition énergétique ?

Les dernières années, le mode d'intervention des fonds d'infrastructures en termes de contribution au sujet de la transition s'est énormément diversifié. « Auparavant, contribuer au financement des infrastructures vertes ou de la transition énergétique, c'était surtout

proposer des fonds equity ciblant des actifs de génération d'énergie renouvelable, de l'éolien et du solaire, précise René Kassis, business development partner chez Aquila Capital. Depuis quelques années, le champ sectoriel s'étend vers les nouveaux business de la transition comme l'électrification, la



décarbonation, l'efficacité énergétique, etc. Ce nouvel environnement élargit le champ d'intervention des fonds » « Il y a une quinzaine d'années, l'infrastructure n'était pas le cœur de métier des investisseurs institutionnels, précise Olivier Gour, CIO, CNP Assurances de biens et de personnes. Cela a commencé par de l'infrastructure equity, puis la partie transition énergétique s'est vraiment développée il y a cinq ans, ainsi que la dette privée infrastructure. On devrait bientôt voir apparaître des thèmes d'infrastructures de défense. Nous commençons aussi à regarder tout ce qui est biomasse, hydrogène

ou encore nucléaire » « Les enjeux de la transition ont fait entrer les infrastructures dans une nouvelle ère et ils sont là pour apporter des solutions innovantes sur tous les défis de la transition, explique Pablo Revuelta, private equity director, Oddo BHF Asset Management. Nous investissons notamment sur le secteur des réseaux et de l'eau, et nous regardons ce qui se passe du côté des biocarburants et des bornes de recharge intelligentes »

### Quels rendements pour les fonds d'infrastructures ?

« En equity, nous trouvons aujourd'hui

un continuum en termes de risque de rendement, entre 7 % et 10 %, voire, sur les nouvelles thématiques de transition plus risquées, 10 % à 20 %, précise René Kassis. Sur des stratégies de dette, on va pouvoir avoisiner les 5 % sur des dettes seniors et 10 % sur des dettes juniors » « On est rémunéré pour le risque qu'on prend, avec finalement peu de volatilité pour des classes d'actifs equity non cotées », confirme Olivier Gour. « Nous investissons dans des projets avec un profil de risque un peu plus important avec des retours plus élevés, de 15 % à 20 % », indique pour sa part Pablo Revuelta. ●

## Finance et transition énergétique : comment bâtir ensemble une économie résiliente et durable ?

« La CSRD visait trois objectifs pertinents, mais qu'il faut simplifier : obliger les entreprises à publier une double matérialité, harmoniser les KPI pour faciliter la comparabilité et mettre le sujet sur le bureau des DAF », affirme Morgan Carval, directeur investissements à impact, Arkea Capital. Une nouvelle dynamique dans laquelle s'inscrit la directive Omnibus, visant à simplifier la réglementation tout en maintenant l'objectif de transition écologique. « L'AFG travaille à rendre le reporting CSRD plus opérationnel, afin d'offrir aux investisseurs des données fiables directement issues des entreprises », explique Laure Delahousse, directrice générale, AFG.

### Les limites de la simplification de la CSRD

« Pour les start-up innovantes, anticiper les exigences de la CSRD permet de mieux piloter les risques et de renforcer leur résilience, précise Eric Gossart, partner, Serena.

Toutefois, la simplification actuelle de la CSRD réduit considérablement le nombre d'entreprises concernées, ce qui pourrait affaiblir l'effet transformateur initialement espéré sur toute la chaîne de valeur. » « La CSRD est plutôt une chance à saisir, car elle correspond à l'évolution de la société, précise Jean-Marc Borello, président du directoire, Groupe SOS. S'il faut la simplifier, il est cependant important de garder l'effet masse. »

### Sur quels critères se baser ?

« Les sociétés de gestion et investisseurs institutionnels ont besoin de données fiables et auditées venant directement de l'entreprise, ajoute Laure Delahousse. Il faut commencer par définir un socle commun d'indicateurs obligatoires pour que les investisseurs puissent ensuite faire leur travail de comparaison. » « Pour traduire sustainability, on dit souvent durable, mais en fait, c'est plutôt soutenable, insiste Morgan Carval. Et derrière, il y a une notion d'intérêt généré.



ral. Les critères ESG vont donc s'adapter en fonction du contexte. » « Certaines des entreprises dans lesquelles nous investissons pourraient ainsi être liées à la défense, précise ainsi Eric Gossart. La défense, ce n'est pas que l'armement. C'est aussi la surveillance, l'analyse d'images, etc. et ce sont des secteurs que nous allons continuer à financer. » « L'ESG reste avant tout une méthode d'analyse articulée autour des trois piliers de la finance durable, poursuit Laure Delahousse. L'enjeu consiste donc à investir dans tous les secteurs d'activité, mais en sélectionnant chacune des entreprises en fonction de leurs meilleures pratiques. » ●

**On traduit souvent « sustainability » par « durable » ;  
il faudrait plutôt traduire par « soutenable ».**



## Nouveau nucléaire : tour d'horizon des technologies de demain

Le nucléaire représente la première source d'électricité bas carbone sur le continent. « Fournir une énergie décarbonée, accessible et abordable permettrait de répondre à de nombreux objectifs de développement durable, notamment face à la hausse attendue de la demande énergétique d'ici 2050 », explique François Lépinette, directeur industrie & supply chain, Naarea. « A cela s'ajoutent les enjeux de souveraineté énergétique et le développement de l'IA et des centres de données, qui renforcent l'attractivité du nucléaire comme solution fiable et porteuse

de croissance », précise Adrien Dumas, directeur des investissements, Mandarine Gestion.

### Accélérer le développement du nucléaire

« Le développement du nouveau nucléaire nécessite des financements massifs, notamment pour les chantiers en cours, le maintien des compétences et les investissements liés au réseau électrique », insiste Bernard Descreux, directeur financements trésorerie gestion du bilan, EDF. « Ces démarches sont d'autant plus importantes que le nucléaire permet aussi de lutter contre le réchauffement climatique, poursuit François Lépinette. A cet effet, nous devons

aussi challenger tous les facteurs qui brident la vitesse de développement et d'exécution du nucléaire. » « Pour accélérer la mise à disposition de ces nouvelles technologies, il faut industrialiser et construire des écosystèmes avec une supply chain réactive, ajoute Adrien Dumas. Il va aussi falloir mobiliser des capitaux et des investisseurs, et mettre en avant nos compétences et nos savoir-faire. Nous allons tous avoir collectivement un rôle à jouer dans le financement du nucléaire. » « Il revient également à l'Etat de créer un environnement stable et pour le long terme sur le sujet via notamment un cadre réglementaire, juridique et fiscal qui encourage les investisseurs à prendre des risques », conclut Bernard Descreux. ●

## LES INTERVENANTS SUR LA THÉMATIQUE « CLIMAT ET TRANSITION ÉNERGÉTIQUE »



**Hélène Gelas**,  
avocate associée,  
Jeantet



**Sylvain Eckert**,  
associé, Infravia



**Elise Beaufls**, Deputy  
Head of Sustainability,  
Lombard Odier  
Investment Managers



**Pierre Devillard**,  
Partner - Smart City & Future  
Industries, Eurazeo



**Ludivine de Quincerot**,  
responsable de l'Investissement  
Durable et de la gestion  
Diversifiée Europe, Rothschild &  
Co Asset Management



**Julien Denormandie**,  
Chief impact Officer,  
Sweep



**Julien Foll**,  
recherche ESG &  
engagement, Amundi



**Jean-Emmanuel  
Challan Belval**, CEO &  
co-fondateur, Greenscope



**Ghislain Périsset**,  
responsable monde des  
solutions ssurantielles,  
Fidelity international



**René Kassis**,  
Business Development  
Partner, Aquila Capital



**Pablo Revuelta**, Private  
Equity Director, Oddo BHF  
Asset Management



**Laure Delahousse**,  
directrice générale,  
AFG



**Morgan Carval**,  
directeur Investissements à  
Impact, Arkea Capital



**Eric Gossart**,  
Partner, Serena



**Adrien Dumas**, directeur  
des investissements,  
Mandarine Gestion

Sont également intervenus sur cette thématique : **André Corrêa Do Lago**, président de la Cop 30, Ministère des Affaires Etrangères du Brésil •

**Agnès Pannier-Runacher**, ministre de la Transition écologique, de la Biodiversité, de la Forêt, de la Mer et de la Pêche • **Anaïs Voy-Gillis**, Université de Poitiers, Humens • **Sophie Gaugain**, Région Normandie, maire de Dozulé • **Raphaël Tavanti-Geuzimian**, Institut Montaigne • **Gabriel Miche de Malleray**, Schneider Electric France • **Alexis Figeac**, Timetoact Capital • **Sophie Paturle**, Demeter • **Gilles Lepesant**, CNRS • **Jean-Philippe Daull**, Groupe Candor, Medef Normandie • **Nicolas Mottis**, Ecole Polytechnique • **Joël Prohin**, Caisse des Dépôts • **Matthieu Delabie**, Office Français de la Biodiversité • **Martine Léonard**, SFAF • **Laurent Montador**, Arundo RE • **Yves Deshayes**, maire de Pont-l'Évêque, Département du Calvados • **Michel Josset**, Forvia, Amrae • **Olivier Gour**, CNP Assurances de Biens et de Personnes • **Patricia Laurent**, Greenunivers • **Jean-Marc Borello**, Groupe SOS • **Valérie Nau**, Option Finance • **François Lépinette**, Naarea • **Bernard Descreux**, EDF • **Ludovic Dupin**, SFEN



# AGRICULTURE

## Quelle agriculture durable en 2050 ?

**L'**agriculture est confrontée à des enjeux environnementaux, économiques et sociétaux : décarbonation pour atteindre la neutralité carbone à l'horizon 2050 - l'agriculture est le deuxième émetteur de GES en France mais elle fournit aussi des puits de carbone-, souveraineté alimentaire, etc. « Quand on pense à l'agriculture durable en 2050, il faut imaginer de produire plus et mieux, avec moins de ressources ou des ressources différentes », résume Tom Espiard-Cignaco, CEO & Managing Director de Capagro. Pour Romain Faroux, directeur des opérations de La Ferme Digitale, « ce qu'il faut regarder pour aller vers plus de durabilité dans l'agriculture, ce sont les équilibres : dans l'outil de production, financiers, sociétaux. Il faut être prudent, se donner du temps et regarder, lorsqu'on touche à l'un des équilibres, comment cela impacte les autres et comment on peut compenser. Dans le monde agricole, innover et se questionner n'est pas si simple. Il y a une conduite du changement à mener, des agendas d'investis-

sement, des compétences qu'il faut amener aux acteurs de terrain et des moyens ». Eric Marty, associé chez Demeter, considère de son côté qu'il y a deux enjeux de durabilité qui sont sur le même plan. Celui de la durabilité environnementale (questions de la décarbonation, de l'eau) et celui de la durabilité économique, beaucoup de solutions permettant à l'agriculteur d'être rentable (diversification des sources de revenus avec l'énergie notamment).

L'innovation est au cœur de cette transition, les solutions disponibles étant multiples, par exemple en matière de substitution des produits phytosanitaires (qui existent mais sont encore coûteuses, d'où un enjeu d'industrialisation) ou dans le domaine de l'agriculture de précision (qui permet d'évoluer vers une agriculture personnalisée).

Les intervenants s'accordent sur le fait que tous les acteurs de la chaîne de valeur (agriculteurs, donneurs d'ordre ou transformateurs, distributeurs, consommateurs) ainsi que les pouvoirs publics doivent prendre leur part pour soutenir la transition vers

une agriculture plus durable. « L'industrie alimentaire a cette responsabilité d'aider l'agriculture à changer grâce à une juste rémunération du travail des agriculteurs, confirme Karima Kaci, directrice générale de Pact'Alim. Elle doit les accompagner dans les bonnes pratiques et dans l'investissement à travers des partenariats durables, ce qui leur donne de la visibilité et sécurise la filière ».

La question du financement reste en effet centrale. Tom Espiard-Cignaco met d'ailleurs en garde contre le déficit d'investissement dans l'agrifoodtech en France. « Pour garder la compétitivité de la filière et être au même niveau qu'aux Etats-Unis, il faudrait investir 1,2 milliard d'euros par an, contre 420 millions investis en 2024 ! ». Un déficit d'investissement d'autant plus regrettable que, comme le rappelle Eric Marty, « investir dans l'agriculture amène un triple dividende : en termes de souveraineté alimentaire ; en termes d'impact environnemental ; et en termes territoriaux et locaux ». ●

## Résilience climatique : l'agriculture régénératrice au cœur des enjeux de demain

**S'**adapter au changement climatique et réduire son empreinte carbone : tels sont les défis auxquels est aujourd'hui confrontée l'agriculture. D'où la nécessité de faire évoluer les pratiques agricoles. Comment le modèle de l'agriculture régénératrice – une des alternatives pour y parvenir – peut-il être accompagné et soutenu ?

La répartition de la valeur au sein de la chaîne est un enjeu crucial. « C'est la concertation entre consommateurs et producteurs, en gardant comme point de départ et comme boussole la rémunération de ces derniers, qui est notre moyen pour faire évoluer les pratiques et les valoriser en magasin, explique Elsa Canot, directrice générale de C'est qui le patron ?, une marque de consommateurs engagée dans une démarche éthique. Ainsi, quand nous avons créé notre brique de lait en 2016, nous avons décidé de payer 8 centimes de plus par brique pour une juste rémunération des agriculteurs, 2 centimes supplémentaires pour que les vaches aillent au pâturage quatre mois par an, et encore 5 centimes pour une nourriture sans OGM et ainsi de suite. »

L'accompagnement financier est donc primordial, sous des formes variées : juste rémunération tenant compte des coûts de production ; financements participatifs ou par des partenaires industriels ; soutien à des projets collectifs, etc. « Aujourd'hui, en agriculture régénératrice, le secteur financier finance la tech. Collectivement, on ne sait pas bien financer la transition agricole et cela va demander des démarches innovantes et des approches différentes pour accompagner les agriculteurs dans cette prise de risque », constate Emmanuel Simon, directeur de gestion au sein de l'équipe d'investissement direct Swen Impact Fund for Transition chez Swen Capital Partners. Parmi les autres pistes évoquées pour favoriser le développement de nouvelles pratiques agricoles plus vertueuses : mettre en place un accompagnement humain et social pour amener les agriculteurs à se remettre en question et partager et transmettre le savoir dans le cadre de l'enseignement et céréalier dans le Calvados, qui a notamment participé au projet de développement de l'agriculture régénératrice chez Danone ; recréer un climat de confiance entre les



différents acteurs de la chaîne : producteurs, industriels, distributeurs et consommateurs (Elsa Canot) ; toujours dans cette optique de confiance retrouvée, mesurer et suivre l'impact réel de ces pratiques (émissions de carbone, variation de la biodiversité, capacité de rétention d'eau des sols, etc.) et construire des écosystèmes, les investisseurs ayant un rôle clé à jouer en la matière (Emmanuel Simon).

Le mot de la fin se veut toutefois optimiste. « L'agriculture régénératrice ou durable entraîne une diminution des charges et une augmentation des revenus, ce qui crée à un moment donné un cercle vertueux ; on a alors moins besoin de financements dans la mesure où le système s'autofinance, insiste Damien Lecuir. Nous, agriculteurs, sommes des entrepreneurs capables de nous assumer, nous avons juste besoin de la petite étincelle qui fait démarrer le moteur. » ●

## Agrivoltaïsme, l'avenir durable de l'agriculture et de l'énergie ?

**N**ous avons l'obligation de pérenniser l'activité agricole car un projet agrivoltaïque est avant tout un projet agricole, résume Sébastien Darche, vice-président éolien et solaire France chez Statkraft. Les

engagements étant très longs, il faut trouver des agriculteurs qui souhaitent s'engager sur ce temps long et dont l'activité peut être maintenue dans la durée, ce qui constitue un véritable défi puisqu'on connaît les difficultés de la filière agricole. Notre but est

donc d'apporter des solutions, d'essayer de co-construire un avenir commun avec les agriculteurs. » Pierre Guerrier, directeur général délégué au développement chez Solveo Energies et animateur du groupe de travail agrivoltaïsme de La PlateformeVerte,

### LES INTERVENANTS SUR LA THÉMATIQUE « AGRICULTURE »



**Tom Espiard-Cignaco**, CEO & Managing Director, Capagro



**Emmanuel Simon**, directeur de gestion stratégie SWIFT, Swen Capital Partners



**Céline Lauverjat**, directrice adjointe – Fonds transition énergétique, Mirova

Sont également intervenus sur cette thématique : **Eric Marty**, Demeter • **Karima Kaci**, Pact'Alim • **Romain Faroux**, La Ferme Digitale • **Patricia Laurent**, Greenunivers • **Elsa Canot**, C'est Qui Le Patron ?! • **Damien Lecuir**, SCEA Noury, SNC Mecatrac • **Olia Tayeb Cherif**, I4CE • **Sébastien Darche**, Statkraft • **Pierre Guerrier**, Solveo Energies • **Sylvie Perrin**, La Plateforme Verte

va dans le même sens : « L'agrivoltaïsme, c'est un peu plus qu'un couplage entre la production agricole et la production photovoltaïque. C'est une production photovoltaïque qui apporte un service direct à l'agriculture. Ce service, ce n'est pas le revenu, mais un service agronomique, de résilience climatique ou encore de protection contre les aléas climatiques. »

Si la trajectoire de l'agrivoltaïsme est désormais lancée, les aspects politiques ne sont pas simples – le cadre réglementaire imposant de multiples contraintes et limitations – et il reste encore de nombreuses fausses idées à combattre. « Il y a notamment celle selon laquelle les énergéticiens s'enrichissent honnêtement sur la terre nourricière, regrette Pierre Guerrier. En plus d'expliquer la vertu de notre démarche, il nous faut donc montrer à quel point nous sommes bien animés et que cela se traduit en faits sur le terrain. » Parmi les bonnes pratiques déjà déployées par les développeurs de projets : comprendre l'agriculture et respecter le projet agricole, ce qui nécessite de former les équipes ; se doter d'expertises internes



(avec notamment des ingénieurs agronomes) et externes (accompagnement de bureaux d'études) ; adapter les structures au projet agricole (structures moins denses ou plus hautes qu'en photovoltaïque, pour permettre le passage des animaux par exemple). Mariage gagnant-gagnant qui, d'un côté, offre aux énergéticiens un accès aux terres et, de l'autre, permet aux agriculteurs de pérenniser leur activité et au monde agricole de se développer, l'agrivoltaïsme constitue également une opportunité d'investissement pour les financiers. Pour Céline Lauverjat, directrice adjointe

– fonds de transition énergétique chez Mirova, « ce qui est intéressant, c'est de voir en quoi cela apporte de la diversification et de la qualité aux portefeuilles, puisque nous sommes un investisseur de convictions et avons un traitement ESG de l'ensemble de nos actifs. En termes de partage des usages, il faut s'inspirer de ce qui a déjà été fait pour les autres énergies renouvelables. En tant qu'investisseur dans les sociétés qui développent des projets, ce qui compte pour nous sont la compétence technique et la lisibilité de l'activité sur le plus long terme ». ●

Près de 700 professionnels et plus de 130 intervenants de grande qualité ont participé au Forum TIME TO CHANGE, merci à eux et à nos partenaires sans qui nous n'aurions pu connaître ce succès.

Un événement  co-organisé par  et 

**SPONSORS PLATINUM**

**SPONSORS SILVER**

**SPONSORS GOLD**

**SPONSORS BRONZE**

**LE VILLAGE DE L'INNOVATION**

**PARTENAIRE MEDIA** Les Echos

**ET AVEC LE SOUTIEN DE :** FRANCE INVEST, PACT ALIM

# Les débats de l'AF2i

**C**onflits et tensions géopolitiques qui replacent le sujet de la défense au cœur des priorités des gouvernements, fin d'une ère d'« argent gratuit », bouleversement des chaînes d'approvisionnement... Alors que le monde est confronté, aujourd'hui plus que jamais, à des changements radicaux « qui vont déterminer les investissements à long terme, il importe de bien les appréhender », insiste Hubert Rodarie, président de l'AF2i. Promettant une fin d'année 2025 riche en matière de publications de travaux de la part de l'association, ce dernier identifie deux thèmes qui devraient revêtir une importance croissante dans les mois qui viennent. C'est d'abord le cas du « S » (social) de l'ESG, « l'enjeu étant d'établir un système qui améliore les conditions de vie du plus grand nombre », déclare Hubert Rodarie. La seconde thématique dans l'air du temps a trait au nucléaire, dans un contexte où l'Europe a besoin d'accéder à une énergie illimitée et à bas coût. « Dans ce cadre, l'AF2i travaille sur le lien entre le nucléaire et l'ESG », précise son président.

## Commission Investissement responsable : de nombreuses initiatives

L'actualité de la commission Investissement responsable a ensuite été passée en revue. Celle-ci a été marquée l'an dernier par le lancement de l'initiative Fonds Objectif Biodiversité, dans le sillage de celle lancée quelques années plus tôt sur le climat. Après la constitution d'un tel véhicule pour la sphère cotée, un deuxième va prochainement voir le jour pour l'univers non coté. « Avec une taille cible de 150 millions d'euros, le fonds sera axé sur les solutions apportées en vue de la préservation et de la restauration des écosystèmes », précise Joël Prohin. Ce dernier est également revenu sur le « Lab actionnarial », une nouveauté de l'AF2i permettant aux institutionnels d'échanger en direct avec des dirigeants de grands groupes, ainsi que sur les réflexions en cours de deux groupes de travail. Le premier, consacré justement à l'ESG et au nucléaire, examine comment investir de façon responsable dans cette filière. Le deuxième se focalise sur l'engagement obligatoire des investisseurs. « Nous étudions la possibilité de mettre en place une plateforme d'engagement sur ce thème », signale Joël Prohin. En ce qui concerne le « Questionnaire



**Hubert Rodarie,**  
président  
AF2i

ESG Article 29 » (questionnaire unifié commun multi-classe d'actifs à destination des sociétés de gestion), Jean-Bernard Ott a pointé les récents efforts de simplification, matérialisés par une diminution du nombre de questions,

et l'amélioration de l'interface utilisée pour les échanges.

## Commission Risques et produits d'investissement : un nouveau groupe de travail

Pilotée par Valérie Stotzenbach et Eric Dubos, la commission Risques et produits d'investissement est, elle aussi, sur tous les fronts. L'an dernier, elle a ainsi organisé 16 ateliers sur des thèmes variés, tels que l'exposition des portefeuilles aux facteurs de risque « autocratie », l'état de santé du secteur bancaire européen, l'investissement dans les technologies de rupture... Après s'être penchée sur les nouvelles procédures d'insolvabilité et les risques exacerbés qu'elles induisent pour les porteurs non bancaires de titres de créances, cette commission vient de lancer un groupe de travail sur le thème de l'allocation stratégique. « L'objectif est de partager sur les différentes approches possibles pour gérer un portefeuille », informe Valérie Stotzenbach.

## Commission Recherche : trois travaux primés

Tandis qu'un vent hostile souffle de l'autre côté de l'Atlantique, « nous devons nous abreuver de recherches et de connaissances afin de nourrir nos décisions d'investissement », martèle Jean-François Boulter, président d'honneur de l'AF2i. Dans ce cadre, trois chercheurs primés par la commission Recherche sont venus présenter leurs travaux : Léo Denis (Ecole polytechnique) sur les « organisations d'investissement », Alexandre Scivoletto (HEC Liège) sur « les performances, les risques et l'impact sous la propriété du private equity » et Thomas Giroux (CREST) sur la « blended finance ».

En conclusion des débats, Christian Walter, conseiller scientifique de l'AF2i, a exposé ses travaux de recherche autour de la conception des normes, avant que Philippe Dutertre, président de la commission Formation, n'insiste sur la nécessité de promouvoir les métiers de l'investissement en vue d'attirer des talents. ●



## FISCAL

**L'acte anormal de gestion : une façon inhabituelle de s'opposer à la déduction des intérêts**

Par CMS Francis Lefebvre p. 76

**L'actualité fiscale en bref  
Taux réduit d'IS des PME : le Conseil d'Etat rebat les cartes**

Par CMS Francis Lefebvre p. 78

**Qualification de parts de SCI en « biens immobiliers » : revirement de jurisprudence ou idiosyncrasie de l'ancienne convention fiscale franco-luxembourgeoise ?**

Par LPA Law p. 79



## SOCIAL

**Licenciement du salarié protégé : même s'il est autorisé par l'administration, la nullité du licenciement peut être prononcée par le juge judiciaire**

Par Barthélémy Avocats p. 84



## COMPTABILITÉ

**Le principe de conformité applicable à une opération de fusion-acquisition, un facteur de valorisation et de performance**

Par Lionel Escaffre p. 85



## JURIDIQUE

**Validation (inédite) de la clause de buy or sell par la chambre commerciale de la Cour de cassation – Arrêt n° 23-16.290 du 12 février 2025**

Par Fidal p. 80

**Vers une qualification unique de l'action en rupture brutale de relations commerciales établies ?**

Par CMS Francis Lefebvre p. 83



## DOSSIER

**Loi de finances 2025 et management package : entre éclaircissements et incertitudes**

Par Milestone Avocats p. 86

**Pactes d'actionnaires : quelques rappels pratiques**

Par Hogan Lovells p. 89





# L'acte anormal de gestion : une façon inhabituelle de s'opposer à la déduction des intérêts



Par Emmanuelle  
Féna-Laguery,  
avocate conseil,  
CMS Francis Lefebvre

Le Conseil d'Etat rappelle les critères de l'acte anormal de gestion dans le cas, assez rare, où était en cause la déduction d'intérêts versés au titre d'un prêt participatif contracté auprès d'une entreprise non liée et non assorti d'une sûreté.

## 1. Rappel de la définition de l'acte anormal de gestion

On sait que la déduction de certaines dépenses est expressément exclue : cas, par exemple, de l'impôt sur les sociétés et des charges « somptuaires ».

Pour les autres, sont déductibles des bénéficiaires imposables, en tant que « frais généraux », les dépenses qui remplissent les trois conditions suivantes :

1° se rattacher à la gestion normale de l'entreprise et être exposées dans l'intérêt de l'exploitation ;

2° entraîner une diminution de l'actif net de l'entreprise ;

3° constituer une charge effective (comptabilisée comme telle) et être appuyées des justifications suffisantes.

La première condition est d'appréciation délicate car elle se heurte à un autre grand principe de la fiscalité, la non-immixtion de l'administration dans la politique de l'entreprise, principe posé pour la première fois par le Conseil d'Etat dans une décision du 7 juillet 1958 n° 35-977 dans les termes suivants : « Le contribuable n'est jamais tenu de tirer des affaires qu'il traite le maximum de profits que les circonstances lui auraient permis de réaliser. » Ainsi, l'administration ne peut être juge de l'opportunité des décisions de gestion des entreprises. On notera d'ailleurs qu'après avoir admis la condamnation des actes traduisant un « risque excessif », le Conseil d'Etat a abandonné sa jurisprudence en ce sens (CE, 13 juillet 2016, n° 375801, SA Monte Paschi Banque). Mais l'administration comme le juge sont en droit de refuser la déduction de charges qui reflètent un acte anormal de gestion.

Il s'agit alors de sanctionner un acte qui, sans pouvoir être justifié par l'intérêt de l'exploitation commerciale de l'entreprise, met une dépense ou une perte à la charge de celle-ci ou la prive d'une recette.

Plus précisément, selon la définition apportée par le Conseil d'Etat, dans une décision adoptée en formation solennelle de plénière fiscale, l'acte anormal de gestion est « l'acte par lequel une entreprise décide de s'appauvrir à des fins étrangères à son intérêt » (CE, plén. fiscale, 21 décembre 2018, n° 402006, Sté Croë Suisse).

On retrouve dans cette définition :

- un élément objectif (« s'appauvrir ») : l'administration doit démontrer que l'entreprise s'est appauvrie ;
- et un élément intentionnel (« décide ») : l'entreprise doit avoir eu conscience d'agir contre son propre intérêt.

L'administration n'a toutefois pas à prouver que cette deuxième condition est remplie lorsque les actes sont réalisés avec des personnes avec lesquelles l'entreprise entretient des relations d'intérêt (pour un exemple de prise en compte des relations d'intérêt en matière fiscale, voir CE, 5 janvier 2005, n° 254556, Société Raffypack) ou lorsque l'acte est anormal « par nature » (par exemple un prêt sans intérêt ; voir CE, 26 février 2003, n° 223092, Sté Pierre de Reynal et cie).

## 2. En matière d'intérêts d'emprunt, la loi suffit en général à limiter la déduction des intérêts excessifs

En matière d'intérêts d'emprunt regardés comme excessifs, il est rare que l'administration se place sur le terrain de l'acte anormal de gestion pour contester la déduction opérée.

En effet, le législateur lui-même a, depuis longtemps, parfois sous l'impulsion de normes européennes (règles ATAD), refusé la déduction des intérêts regardés comme excessifs.

Pour mémoire, signalons le dispositif général figurant à l'article 212 bis du CGI, qui prévoit un plafonnement de la déductibilité des charges finan-

cières nettes à 30 % de l'Ebitda (mais qui ne joue pas si le montant des charges financières nettes ne dépasse pas 3 millions d'euros). Ce plafonnement, encore plus strictement appliqué en cas de sous-capitalisation, doit se combiner avec d'autres règles qui lui préexistaient :

- les dispositifs relatifs au taux d'intérêt plafond, en fonction des taux pratiqués par les établissements de crédit, rémunérant les sommes laissées ou mises à disposition par une entreprise liée (CGI, art. 212, I-a) ou par un autre associé (CGI, art. 39, 1-3°) ;
- et l'amendement « Charasse » (CGI, art. 223 B al. 6) qui vise à lutter contre les achats à soi-même réalisés dans le cadre de l'intégration fiscale.

### 3. L'arme de l'acte anormal de gestion pour refuser la déduction d'intérêt d'un emprunt contracté auprès d'une entreprise non liée

La décision commentée ci-après, relative à un prêt accordé en 2014 par une société dont il n'était pas avancé qu'elle était une société liée, est donc un cas rare où l'administration a dû faire appel à la notion d'acte anormal de gestion pour refuser la déduction d'intérêts regardés comme excessifs.

La société Malakoff Paris 16 (ci-après société Malakoff), qui exerce une activité de marchand de biens, a conclu divers emprunts en 2014 pour l'acquisition d'un immeuble en vue de sa revente : un emprunt bancaire, une convention de compte courant avec sa société mère et un prêt participatif, qui fait l'objet du présent litige, d'un montant de 6 750 000 euros auprès de la société HPI, rémunéré à un taux de 10,20 % majoré de 50 % du résultat net comptable avant impôt de la société emprunteuse, dans la limite d'un taux de rendement interne de 17,5 %.

A l'issue d'une vérification de comptabilité de la société Malakoff, l'administration fiscale a réintégré à ses résultats imposables à l'impôt sur les sociétés au titre des exercices clos en 2015 et 2016 une partie des intérêts versés à la société HPI, regardés comme procédant d'un acte anormal de gestion en tant qu'ils excédaient un taux moyen de marché évalué à 2,466 % au titre de l'exercice clos en 2015 et à 2,39 % au titre de l'exercice clos en 2016.

L'administration a été suivie par la cour administrative d'appel de Paris. Cette dernière, pour juger que l'administration établissait le caractère anormal de la rémunération du prêt contracté auprès de la société HPI, s'est fondée sur ce qu'il aurait été dans l'intérêt de la société Malakoff « de consentir une sûreté immobilière au prêteur, qu'en s'abstenant de le faire, elle avait consenti à verser des intérêts excessifs au regard de son profil de risque et qu'elle s'était dès lors, en l'absence de toute contrepartie, appauvrie à des fins étrangères à son intérêt ».

### 4. La décision du Conseil d'Etat

Le Conseil d'Etat rappelle tout d'abord qu'il « appartient, en principe, à l'administration fiscale, qui n'a pas à se prononcer sur l'opportunité des choix de gestion opérés par une entreprise, d'établir les faits sur lesquels elle se fonde pour évoquer ce caractère anormal ».

Il juge ensuite que la cour administrative d'appel a commis une erreur de droit en caractérisant l'acte anormal de gestion sans rechercher :

- d'une part, si l'absence d'une sûreté de cette nature s'écarterait de la pratique du marché, appréciée au regard des conditions dans lesquelles un prêteur indépendant aurait consenti à une société présentant un risque de solvabilité similaire un prêt analogue par son objet, son montant, son échéance et ses modalités de remboursement et,

- d'autre part, sauf à ce que soit établie l'existence de relations d'intérêts entre la société Malakoff Paris 16 et la société HPI, si, en s'abstenant de constituer une telle sûreté, la première s'était délibérément appauvrie à des fins étrangères à son intérêt.

Sa décision est donc annulée et l'affaire est renvoyée à la cour administrative d'appel de Paris (CE, 12 mars 2025, n° 474279, Société Malakoff Paris 16).

Si la décision est en soi intéressante, les conclusions de la rapporteure publique, Cécile Guibé, sont plus éclairantes encore.

Cette dernière indique notamment que « le simple fait de ne pas consentir une garantie à son prêteur ne constitue, à l'évidence, pas un acte anormal "par nature". Une entreprise peut, par exemple, et cela relève de sa liberté de gestion, choisir de ne pas constituer une sûreté et accepter de verser au prêteur une rémunération plus élevée, pour préserver sa capacité à emprunter à l'avenir auprès d'autres prêteurs qui exigeraient une garantie de cette nature ». Elle poursuit en indiquant que « sur le terrain de l'acte anormal de gestion, le standard de comparaison retenu a donc toujours été celui des opérations réalisées "dans des conditions analogues", hors rémunération, par un acteur indépendant. Selon cette logique, il convient de comparer le taux du prêt conclu avec celui d'autres prêts présentant des caractéristiques similaires, par leur objet, par leur montant, par leur durée, par le profil de risque de l'emprunteur, mais aussi par la nature des garanties consenties ».

La rapporteure publique estime qu'à cet égard, le fait que le prêt examiné soit un prêt participatif mérite une attention particulière, à raison de la spécificité de ce type de prêt et de son caractère risqué.

En conclusion, l'acte anormal de gestion, notion ancienne, aujourd'hui bien définie, reste donc d'application délicate, à apprécier au cas par cas en fonction des situations. ■



## L'actualité fiscale en bref

# Taux réduit d'IS des PME : le Conseil d'Etat rebat les cartes



Par **Sophie Coursimault**,  
avocate counsel,  
CMS Francis Lefebvre

Une PME non intégrée mais appartenant à un groupe économique peut-elle bénéficier du taux réduit de l'IS ? Telle était la question à laquelle le Conseil d'Etat a répondu par une décision du 13 mars 2025, n° 481538. On sait que les petites et moyennes entreprises peuvent bénéficier d'un taux réduit d'impôt sur les sociétés de 15 % dans la limite de 42 500 euros de bénéfice imposable par période de douze mois (CGI, art. 219, I-b). Ce dispositif est aujourd'hui réservé aux entreprises qui réalisent au cours de la période d'imposition un chiffre d'affaires hors taxe, ramené le cas échéant à douze mois, n'excédant pas 10 millions d'euros. La loi précise que pour la société mère d'un groupe d'intégration fiscale, le chiffre d'affaires est apprécié en faisant la somme des chiffres d'affaires de chacune des sociétés membres de ce groupe.

En outre, le capital des sociétés

concernées (qui doit être entièrement libéré) doit être détenu de manière continue pour 75 % au moins par des personnes physiques ou par une société répondant aux mêmes conditions dont le capital est lui-même détenu, pour 75 % au moins, par des personnes physiques.

Une société non intégrée était détenue à 100 % par une mère, laquelle était par ailleurs à la tête d'un groupe d'intégration. La société estimait pouvoir bénéficier du taux réduit, mais l'administration, pour apprécier le chiffre d'affaires de la société mère et refuser le taux réduit à la requérante, avait fait masse des chiffres d'affaires du groupe intégré, auquel pourtant la société n'appartenait pas. Il résultait de cette analyse, selon la société, une différence de traitement entre les filiales non intégrées selon que leur société mère était mère ou non d'un groupe d'intégration.

Le Conseil d'Etat juge cette analyse erronée car en réalité, la consolidation des chiffres d'affaires doit se faire chaque fois que la société est membre d'un groupe économique, donc en prenant en compte le cas échéant les sociétés liées et partenaires, au sens de la réglementation européenne et quelle que soit la situation des sociétés en question au regard de l'intégration. Le Conseil d'Etat se fonde sur les travaux préparatoires de l'article 7 de la loi de finances pour 2001 créant le dispositif du taux réduit des PME, ainsi que sur la jurisprudence de la Cour de justice de l'Union européenne, pour juger que le législateur a entendu réserver ce dispositif aux sociétés qui satisfont à la définition des petites et moyennes entreprises pour l'application de la réglementation européenne sur les aides d'Etat. ■

# Qualification de parts de SCI en « biens immobiliers » : revirement de jurisprudence ou idiosyncrasie de l'ancienne convention fiscale franco-luxembourgeoise ?

La Cour de cassation a rendu une décision tonitruante en matière d'interprétation des conventions fiscales<sup>1</sup>. Sa portée, si elle devait être étendue, pourrait redéfinir la stratégie patrimoniale de nombreux non-résidents.

L'affaire concerne deux contribuables domiciliés au Luxembourg qui ont souscrit, au titre de l'année 2017, une déclaration d'impôt sur la fortune (« ISF ») dans laquelle ils ont mentionné la détention de parts de sociétés civiles immobilières (« SCI ») françaises elles-mêmes propriétaires de biens immobiliers situés en France et se sont acquittés de l'ISF correspondant. Les contribuables ont demandé le dégrèvement de cette somme, estimant avoir inclus à tort lesdites parts dans leur patrimoine imposable à l'ISF. Après rejet de leur réclamation contentieuse et saisine infructueuse des juges du fond, la Cour de cassation fait droit à l'argumentaire de l'administration fiscale en affirmant que des parts de SCI « ayant leur siège social en France et propriétaires de biens immobiliers situés en France doivent être regardées comme des biens immobiliers » au sens de l'ancienne convention franco-luxembourgeoise du 1er avril 1958 (l'« Ancienne Convention »).

Pour conclure en ce sens, la haute juridiction procède à une lecture combinée des stipulations de l'article 20 de l'Ancienne Convention, relatif à la fortune, et de celles des paragraphes 3 et 4 de l'article 3, relatif aux revenus immobiliers. En substance, ces dispositions permettent d'imposer exclusivement la fortune consistant en des biens immobiliers dans l'Etat autorisé à imposer les revenus provenant desdits biens (art. 20 § 1), étant noté que les revenus provenant de la location ou de l'aliénation de biens immobiliers réalisés par des sociétés qui n'ont pas de personnalité distincte de leurs membres (art. 3 § 3) ainsi que les gains tirés de la cession de titres de sociétés à prépondérance immobilière (« SPI ») (art. 3 § 4) ne sont imposables que dans l'Etat où les biens immobiliers sous-jacents sont situés.

Cette solution marque un virage notable dans la jurisprudence de la Cour qui avait déjà dit pour droit que les parts d'une SCI de droit étranger ne pouvaient pas être assimilées à des biens immobiliers en l'absence de stipulations conventionnelles contraires, et devaient être qualifiées de biens incorporels de nature mobilière<sup>2</sup>.

Bien que manifestement contraire à la jurisprudence antérieure, la solution de l'arrêt en cause pourrait tenir à l'idiosyncrasie de l'Ancienne Convention qui – contrairement aux conventions

suivant le modèle OCDE – ne prévoit aucune définition des « biens immobiliers », ni de clause interprétative spécifique à cette notion, ni même de clause générale d'interprétation, de sorte que les options interprétatives dont disposait la Cour de cassation se restreignaient semble-t-il au raisonnement par assimilation. La mise en œuvre de ce raisonnement laisse toutefois perplexes puisqu'il conduit la haute juridiction à assimiler audacieusement : – une SCI relevant de l'article 8 du CGI (translucidité fiscale) à une société dont la personnalité n'est pas distincte de celle de ses membres (transparence fiscale), au risque de se méprendre sur la spécificité du régime de la translucidité fiscale dans un contexte international ; et – les parts d'une SPI à des biens immobiliers au motif que le lieu d'imposition de leur cession est le même en vertu des stipulations conventionnelles.

La question de la transposabilité de cette solution à l'état actuel de l'imposition en France de la fortune des non-résidents se pose avec acuité puisque, d'une part, l'ISF a été remplacé par l'impôt sur la fortune immobilière (« IFI ») à compter du 1er janvier 2018 et, d'autre part, l'Ancienne Convention a été remplacée par la nouvelle convention fiscale franco-luxembourgeoise du 20 mars 2018 (la « Nouvelle Convention »).

Rien n'est moins sûr étant donné que l'article 21 de la Nouvelle Convention renvoie directement à l'article 6 qui apporte une définition de la notion de « biens immobiliers » qui ne mentionne expressément ni les parts de SCI ni celles de SPI. Ce point mériterait d'être confirmé ou infirmé en jurisprudence afin de rassurer (ou d'inquiéter) les non-résidents fiscaux français détenteurs de titres de SPI françaises.

Au-delà de cette incertitude, une interrogation plus fondamentale se dessine, celle de savoir si la sécurité juridique peut encore résister à une interprétation jurisprudentielle toujours plus créative des conventions fiscales internationales. A force de vouloir suppléer le silence des textes par l'intention supposée de leurs auteurs, le juge ne prend-il pas le risque de faire dire au droit ce qu'il ne dit pas – et de faire, de cette façon, peser sur les contribuables une insécurité juridique imprévisible ? ■



Par Mathieu Selva-Roudon,  
avocat associé



Automne Ponce,  
avocate



et Guillaume Saleh,  
avocat,  
LPA Law

1. Cass. com., 2 avril 2025, n° 23-14.568.

2. Cass. plén., 2 octobre 2015, n° 14-14.256.



# Validation (inédite) de la clause de buy or sell par la chambre commerciale de la Cour de cassation – Arrêt n° 23-16.290 du 12 février 2025



Par Renaud Mortier,  
avocat directeur  
associé



Mathilde Dubois,  
avocate directrice  
associée

**Faits et procédure.** – Deux associés cogérants d'une SARL, détenant respectivement 6 000 et 4 000 parts sociales de cette société, avaient conclu entre eux un pacte d'associés comprenant une clause d'offre alternative (buy or sell) prévoyant, en cas de désaccord grave et persistant susceptible d'entraîner une paralysie dans le fonctionnement de la société et de porter atteinte à l'intérêt social, la faculté pour chaque associé de proposer à l'autre de lui céder la totalité de ses parts sociales aux prix et conditions de son choix, à charge pour le bénéficiaire de l'offre de l'accepter dans le délai de trente jours, ou de céder ses propres titres à l'initiateur de la procédure aux mêmes prix unitaire et conditions. L'associé minoritaire mit en œuvre la clause, proposant à l'associé majoritaire de lui céder ses 4 000 parts sociales (40 % du capital social) au prix unitaire de 10 euros, soit un prix global de 40 000 euros, et lui rappelant qu'à défaut de lever l'option d'achat dans le délai de 30 jours, il devrait lui céder sa propre participation (6 000 parts sociales représentant 60 % du capital social) au prix global de 60 000 euros. L'associé majoritaire s'étant opposé à la mise en œuvre de la clause, l'associé minoritaire l'assigna en signature forcée de l'acte de cession de l'intégralité de ses parts sociales au prix précité de 60 000 euros.

**Solution : validité de la clause de buy or sell et régularité de son déclenchement.** – La chambre commerciale de la Cour de cassation approuve la cour d'appel d'Angers d'avoir accédé à cette demande (CA Angers, 7 mars 2023) :

En premier lieu, elle affirme que la cour d'appel a affirmé à bon droit « que le mécanisme instauré par la clause d'offre alternative ne laissait pas la fixation du prix à la volonté d'une seule des parties, de sorte que la vente devenait parfaite dès l'exécution par celles-ci de leurs engagements résultant du pacte d'associés ».

En second lieu, elle approuve cette même cour

d'appel d'avoir considéré que « la mauvaise foi de l'associé minoritaire dans la mise en œuvre de la clause d'offre alternative n'était pas démontrée, [de sorte] que la condition de déclenchement de la clause, tenant à l'existence d'un désaccord grave et persistant entre les deux associés susceptible d'entraîner une paralysie dans le fonctionnement de la société, était remplie ».

## A NOTER :

**Notion de clause d'offre alternative (buy or sell).** – La clause d'offre alternative (autrement dénommée clause « buy or sell », clause « américaine », clause « texane », clause « shotgun », ou encore clause de « roulette russe ») est la stipulation (insérée dans un pacte d'associés) conférant la faculté, sous certaines conditions objectives (tenant généralement en un désaccord et/ou blocage effectif ou potentiel de la société), d'offrir à un coassocié de lui acheter (ou vendre) à un certain prix l'intégralité de ses titres, à charge pour lui, s'il n'accepte pas de les vendre (ou de les acheter), d'acheter les titres de son coassocié (ou de vendre ses titres) au même prix unitaire à l'auteur de l'offre initiale, lequel est alors obligé de les lui vendre (acheter). Cette clause, lorsqu'elle existe, prend généralement place au sein de sociétés détenues par deux associés, le plus souvent lorsque aucun des deux n'est majoritaire (sociétés dites « 50/50 »).

## 1° Conformité (de la clause de buy or sell) à l'exigence de détermination du prix

**Validation de la clause d'offre alternative (prix déterminable).** – C'est la toute première fois que la Cour de cassation tranche la difficulté – de manière positive donc – de la conformité de la clause de buy or sell à l'exigence légale de détermination du prix en matière de contrat de vente (C. civ., art. 1591). Cette question n'est pourtant pas anodine, car il en va de la validité même de ce

type d'engagement. Pour bien comprendre, rappelons que si la jurisprudence se contente d'un prix simplement « déterminable » [1] en son montant, et non pas forcément d'ores et déjà déterminé (ainsi que l'exige pourtant à la lettre l'article 1591 du Code civil), elle pose que ce prix (déterminable) ne doit pas dépendre de la seule volonté d'une des parties ni d'un accord ultérieur entre elles [2], mais « résulter de circonstances objectives susceptibles d'être contrôlées judiciairement » [3].

**Fondement implicite de la solution.** – On peut douter que la clause de buy or sell satisfasse à une telle exigence puisqu'elle confère à l'initiateur le pouvoir de fixer unilatéralement le prix d'une future vente (ce que le pourvoi ne manquait pas de relever [4]), étant seulement au pouvoir du destinataire de l'accepter en tant qu'acheteur ou de la retourner en tant que vendeur. C'est pourquoi de nombreux praticiens croient bon de purger la difficulté en confiant la détermination du prix du buy or sell à un tiers estimateur (C. civ., art. 1592, voire 1843-4). Tel n'était pas le cas en l'espèce : le prix initial était bel et bien arrêté par un seul des deux associés, à savoir le minoritaire ayant initié le processus de buy or sell. C'est dire que l'affirmation de la chambre commerciale selon laquelle « la clause d'offre alternative ne laiss[e] pas la fixation du prix à la volonté d'une seule des parties » nécessite une petite explication que la Cour de cassation ne prend pas la peine de donner. Même s'il est vrai que, techniquement, le prix du buy or sell est émis par son seul initiateur et s'imposera aux deux parties à la vente, cet unilatéralisme n'est que de façade, puisque au moment de dire le prix, l'initiateur aura longuement soupesé tant les intérêts du vendeur (qu'il propose d'être), que les intérêts de l'acheteur (qu'il pourrait finalement devenir). Dès lors, le mécanisme du buy or sell tend vers la fixation du juste prix : si ce prix était trop faible, l'initiateur devrait vendre et faire une mauvaise affaire ; s'il était trop élevé, il devrait acheter et faire également une mauvaise affaire. Dès lors, l'initiateur du buy or sell fixe le prix de manière objective, équilibrée, comme s'il était tout à la fois acheteur et vendeur, intégrant ainsi la volonté des deux parties. C'est sous cet éclairage qu'il faut lire les motifs – certes un peu alambiqués – de l'arrêt d'appel, selon lesquels « le prix est déterminable à partir du prix proposé par le potentiel vendeur, qui sert de prix de référence au bénéficiaire de l'offre qui choisirait finalement de ne pas racheter les titres du premier et qui, dès lors, s'engage à vendre ses propres titres aux conditions de prix fixées dans l'offre de vente, que lui a faite l'autre associé ». C'est également à la leur de ce propos qu'il faut apprécier l'analyse de

la Cour de cassation, selon laquelle : « De ces énonciations et appréciations, la cour d'appel, qui a par ailleurs constaté que le déclenchement de la clause était soumis à des conditions objectives, a déduit à bon droit que le mécanisme instauré par la clause d'offre alternative ne laissait pas la fixation du prix à la volonté d'une seule des parties, de sorte que la vente devenait parfaite dès l'exécution par celles-ci de leurs engagements résultant du pacte d'associés ». Parallèle avec la validation de la clause d'enchères. – La décision ainsi rendue rejoint un arrêt plus ancien ayant validé cette cousine du buy or sell qu'est la clause d'offres concurrentes ou d'enchères, également connue sous le nom de clause de « mexican shoot-out ». Dans cette affaire, deux associés étaient « convenus d'une procédure précise d'achat par l'associé le plus offrant des parts sociales appartenant à l'autre, chacune des parties s'engageant à accepter le prix proposé par l'autre s'il était le plus élevé et à renoncer par avance à formuler toute surenchère ultérieure ». La Cour de cassation avait considéré que « de ces énonciations, constatations et appréciations, desquelles il résult[ait] que le prix de vente des parts sociales ne dépendait pas de la seule volonté de [l'acheteuse] ni d'accords ultérieurs entre les parties, la cour d'appel a[vait] exactement déduit que la vente, faite au prix le plus élevé, était parfaite » [5]. A bien y réfléchir, la validité de la clause de mexican shoot-out s'impose de manière plus évidente que celle de la clause de buy or sell. Dans la clause de mexican shoot-out en effet, la détermination du prix n'est pas au seul pouvoir de l'initiateur, puisque l'autre partie a également la possibilité, en formulant une offre meilleure, de fixer ce prix, tout en inversant les rôles d'acheteur et de vendeur. C'est donc bien du jeu de deux volontés, certes non croisées mais parallèles et clairement exprimées, que dépend, dans la clause d'enchères, la fixation du prix là où, de manière plus subtile, dans la clause de buy or sell, cette fixation du prix, bien que réalisée techniquement par le seul initiateur, résulte d'un mécanisme objectif l'obligeant à prendre en considération les deux intérêts antagonistes pour arriver au point d'équilibre du juste prix.

## 2° Mise en œuvre (de la clause de buy or sell) de bonne foi

C. civ., art. 1104 : principe d'exécution de bonne foi des conventions. – L'article 1104 du Code civil dispose que « les contrats doivent être négociés, formés et exécutés de bonne foi » (al. 1). Si l'on en doutait, le texte ajoute que « cette disposition est d'ordre public » (al. 2).

Contrôle des conditions de la clause de buy or sell. – Le déclenchement du buy or sell est toujours



**et Sabrina Bol,**  
avocate directrice  
associée,  
Fidal



conditionné en pratique à l'existence de « conditions objectives » [6], à savoir un désaccord entre associés, voire un blocage de la société effectif ou potentiel. En l'absence de telles conditions, un associé pourrait être tenté de simuler une mésentente à l'effet de déclencher la clause de mauvaise foi, tout spécialement s'il avait connaissance de l'impossibilité pour son coassocié d'acheter aux conditions proposées [7]. En l'espèce, le déclenchement était prévu en cas de « désaccord grave et persistant entre les deux associés susceptible d'entraîner une paralysie dans le fonctionnement de la société et de porter atteinte à l'intérêt social ». La cour d'appel avait pris soin de motiver longuement l'existence de toutes ces conditions : conflit entre le gérant minoritaire et l'associé majoritaire, ayant abouti au dépôt d'une plainte du premier contre le second ; rejet systématique de toutes les résolutions proposées ; risque de blocage ayant conduit le gérant à reporter la dernière assemblée [8].

**Refus de créer de nouvelles conditions sur le fondement de l'obligation d'exécuter les conventions de bonne foi.** – Le demandeur au pourvoi avait cependant tenté d'ajouter une condition non prévue au contrat. Au nom du principe d'exécution de bonne foi des conventions, il reprochait à l'initiateur de la clause de ne pas lui avoir communiqué « tout élément comptable ou de gestion pertinent ». Cette démarche était condamnée à l'échec, car la jurisprudence refuse d'ajouter au nom de la bonne foi une nouvelle condition à l'exercice d'un droit, cantonnant ce concept à une simple modalité d'appréciation de conditions préexistantes [9]. C'était au demeurant très osé, dans la double mesure où l'intéressé, d'une part, était cogérant de la société, censé comme tel avoir accès à l'ensemble des documents sociaux, et d'autre part, n'avait émis aucune demande desdits documents lors de la mise en œuvre de la clause. Sans surprise, la Cour de cassation approuve là encore la cour d'appel d'avoir décidé que « l'application de la clause d'offre alternative n'était soumise à aucune condition tenant à des vérifications quelconques, que l'associé majoritaire ne justifiait ni avoir réclamé à l'associé gérant la production de documents précisément déterminés ni qu'il n'aurait pas pu obtenir les documents comptables voulus ». Le rejet du pourvoi permet dès lors d'apporter une précision inédite : l'associé mettant en œuvre la clause de buy or sell n'a pas à communiquer spontanément à l'autre partie tous les documents utiles à l'appréciation de l'offre, sauf stipulation contraire (condition expresse posée par la clause). Il faut évidemment réserver le cas très particulier où l'initiateur de la clause serait un dirigeant (comme en l'espèce) adressant l'offre

à un associé n'étant pas lui-même dirigeant (ce qui n'était pas le cas en l'espèce), en cas de négociations en cours avec un tiers, le dirigeant étant tenu d'un devoir de loyauté l'obligeant, notamment, à informer le cédant de droits sociaux de l'existence de négociations en cours avec un tiers [10], et ce peu important leur état d'avancement [11]. ■

[1] V. not. Cass. com., 10 juillet 2024, n° 22-15.651, FB ; Cass. com., 21 septembre 2022, n° 20-16.994, FB.

[2] not. Cass. com., 10 juillet 2024, n° 22-15.651, FB, arrêt précité ; Cass. 1<sup>re</sup> civ., 16 novembre 2016, n° 15-23.548, inédit.

[3] Cass. com., 10 juillet 2024, n° 22-15.651, FB, arrêt précité.

[4] Ainsi le pourvoi affirmait-il que « la clause américaine stipulée au pacte d'associés était nulle pour abandonner au seul associé mettant en œuvre la clause et proposant ses titres à la vente le soin de déterminer le prix de la cession des parts ».

[5] Cass. com., 29 septembre 2015, n° 14-15.040, FD.

[6] Dont l'existence est en l'espèce soulignée par la cour d'appel, approuvée sur ce point par la Cour de cassation.

[7] Pour un exemple très particulier, où l'initiateur du buy or sell a été considéré comme étant de mauvaise foi vis-à-vis d'un tiers à la clause de buy or sell, pour s'être placé en situation de ne pouvoir honorer l'engagement de lui rétrocéder 100 % du capital social (incluant la participation rachetée dans le cadre du buy or sell), après avoir formulé une offre de vente à un prix trop faible et finalement accepté, v. Cass. com., 20 septembre 2011, n° 10-27.186.

[8] Extrait : « L'arrêt [d'appel] retient que la société est dirigée par un gérant minoritaire qui n'a plus la confiance de l'associé majoritaire, lequel, lors de la dernière assemblée générale dont la réunion a été reportée par le gérant au motif qu'il pressentait un blocage de la part de son associé, a voté contre toutes les résolutions proposées par ce dernier y compris celle conférant au gérant les pouvoirs d'accomplir les formalités nécessaires à la suite des délibérations. Il ajoute que la situation de conflit est telle que l'associé-gérant a déposé plainte contre l'associé majoritaire pour avoir refusé de restituer un acompte client et que les deux associés sont également en conflit sur le nouveau local pris à bail par la société et le transfert de son siège social. »

[9] Ainsi, « la règle selon laquelle les conventions doivent être exécutées de bonne foi permet au juge de sanctionner l'usage déloyal d'une prérogative contractuelle, [sans l'autoriser] à porter atteinte à la substance même des droits et obligations légalement convenus entre les parties » (Cass. com., 10 juillet 2007, n° 06-14.768, P+B ; v. également Cass. com., 9 décembre 2024, n° 13-21.774).

[10] Cass. com., 27 février 1996, n° 94-11.241 ; Cass. com., 12 mars 2013, n° 12-11.970.

[11] Cass. com., 10 juillet 2018, n° 16-27868, inédit.

# Vers une qualification unique de l'action en rupture brutale de relations commerciales établies ?

C'est ce que souhaite aujourd'hui la Cour de cassation, comme en témoignent deux arrêts rendus respectivement le 12 mars et le 2 avril 2025.

On connaît l'importance de la qualification contractuelle ou délictuelle de l'action en rupture brutale de relations commerciales établies, spécifiquement dans les litiges internationaux. En effet, à défaut de choix des parties, les conséquences sur la détermination de la juridiction compétente et de la loi applicable diffèrent selon la qualification retenue.

## 1. Les enjeux de la qualification

En matière de conflit de juridictions, sans entrer dans une explication détaillée, la juridiction compétente sera celle du lieu :  
– du fait dommageable si l'action est délictuelle ou quasi délictuelle ;

– de la livraison des marchandises ou de la fourniture des services si l'action est contractuelle, et cela tant pour les litiges au sein de l'UE (art. 7 règlement Bruxelles I bis) que pour les litiges internationaux hors UE (art. 46 du CPC applicable par extension et sauf convention internationale).

En matière de conflit de lois, en quelques mots rapides, pour les litiges intra-UE, la loi applicable sera déterminée :

– pour l'action délictuelle ou quasi délictuelle, par les règles fixées par le règlement Rome II, qui varient selon le type de dommage ;  
– pour l'action contractuelle, par les règles posées par le règlement Rome I, qui varient selon le type de contrat (en matière de vente ou de prestations de services, application de la loi du pays de la résidence habituelle du vendeur ou du prestataire). Pour les litiges hors UE, ce sont les règles complexes de conflit de lois qu'il convient d'examiner pour identifier la loi applicable.

## 2. La résistance de la Cour de cassation

Alors que dans l'arrêt Granarolo du 14 juillet 2016, la CJUE a affirmé le caractère contractuel de l'action indemnitaire fondée sur une rupture brutale de relations commerciales établies lorsqu'existaient, entre les parties, une relation contractuelle tacite, la Cour de cassation s'est toujours prononcée en faveur du caractère délictuel de cette action dans l'ordre interne.

Le 12 mars 2025, la Cour de cassation est allée plus loin. A l'occasion d'un contentieux sur la juridiction compétente impliquant une société américaine (importateur/distributeur) et une société française (fabricant/vendeur) victime de la rupture de la relation, elle a indiqué que l'action en rupture brutale de relations commerciales établies « dans l'ordre international, hors champ d'application du droit de l'Union européenne, est de nature délictuelle ». La Cour de cassation a souligné que la violation d'une exigence prévue par la loi (un préavis raisonnable en application de l'article L. 442-6, I, 5° devenu L. 442-

1, II du C. com.) implique une responsabilité délictuelle.

En l'espèce, les juridictions françaises ont été reconnues compétentes pour trancher le litige. Cela n'aurait pas été le cas si l'action avait été analysée comme contractuelle : le lieu de livraison des marchandises étant les Etats-Unis, la société française aurait dû plaider sa cause devant les juridictions américaines.

Il résulte de cet arrêt que l'action relève :

– pour les litiges internes et internationaux hors UE, de la matière délictuelle du fait de la méconnaissance d'une exigence légale ;  
– pour les litiges intra-européens, de la matière contractuelle si une relation commerciale établie tacite (relation suivie et régulière) peut être rapportée, en application de l'arrêt Granarolo (confirmé par CA Paris le 12/03/2025).

Toutefois, c'était compter sans l'opiniâtreté de la Cour de cassation.

## 3. L'interpellation de la CJUE

Le 2 avril 2025, la Cour de cassation a en effet décidé de saisir la CJUE à titre préjudiciel.

La haute cour a constaté une contradiction entre la position de la CJUE exprimée dans l'arrêt Granarolo de 2016 qui avait affirmé la nature contractuelle de l'action en rupture brutale de relations commerciales établies prévue par la loi et celle retenue dans un arrêt du 24/11/2020 (arrêt Wikingerhof). Dans cet arrêt, la CJUE a considéré que l'action engagée sur le fondement de la violation d'une obligation légale, et dont il n'était pas indispensable d'examiner le contenu du contrat pour apprécier le caractère licite ou illicite du comportement reproché dans la mesure où l'obligation s'imposait indépendamment du contrat, relève de la matière délictuelle ou quasi délictuelle au sens du règlement Bruxelles I bis (règle de conflit de compétences).

La Cour de cassation demande donc aujourd'hui à la CJUE si la convention de Rome/règlement Rome I et le règlement Rome II [règle de conflit de lois] doivent être interprétés en ce sens qu'une action engagée pour rupture brutale sans qu'ait été respecté un préavis d'une durée raisonnable exigé, non pas par le contrat, mais par des dispositions législatives relatives aux pratiques restrictives de concurrence relève de la matière délictuelle, comme semble le suggérer la jurisprudence Wikingerhof, ou de la matière contractuelle, comme l'indiquait précédemment la jurisprudence Granarolo.

La question est claire. Reste à attendre la réponse pour connaître la nature – contractuelle ou délictuelle – d'une action indemnitaire engagée sur le fondement légal de la rupture brutale au regard de la loi applicable et vérifier si la CJUE abandonne sa jurisprudence Granarolo. ■



Par Francine Van Doorne, avocate counsel



et Elisabeth Flaicher-Maneval, avocate counsel, CMS Francis Lefebvre



Par **Véronique Lavallart**,  
avocat associé,  
Barthélemy Avocats

## Licenciement du salarié protégé : même s'il est autorisé par l'administration, la nullité du licenciement peut être prononcée par le juge judiciaire

Bénéficiaire d'une protection exorbitante, le licenciement du salarié, porteur de mandat de représentant du personnel, est soumis à une autorisation préalable de l'administration du travail. Dès lors, son licenciement prononcé sur la base d'une autorisation administrative ne peut être contesté que dans le cadre de recours administratifs, hiérarchiques et/ou contentieux.

Le juge prud'homal reste néanmoins compétent pour se prononcer sur tout autre chef de contestation se rapportant à l'exécution du contrat de travail. C'est ce qui a été jugé par exemple en matière de manquement à l'obligation de sécurité ou de discrimination, y compris dans la mise en œuvre d'un plan de sauvegarde de l'emploi (Cass. soc. 5 déc. 2012, n° 10-20.584 ; Cass. soc. 8 fév. 2012, n° 10-18.957). S'agissant de la rupture, le juge judiciaire conserve également une compétence limitée en matière de licenciement disciplinaire. En effet, si l'administration du travail apprécie si les faits reprochés justifient un licenciement, elle n'a pas vocation à se prononcer sur la qualification de la faute, laquelle relève de la décision de l'employeur, sous le contrôle du juge prud'homal. Ainsi, bien qu'il soit autorisé par l'administration du travail, la juridiction prud'homale reste recevable à examiner non pas le bien-fondé du licenciement, mais le degré de gravité de la faute retenue par l'employeur, ce qui peut la conduire à allouer au salarié une indemnité de licenciement et de préavis. Qu'en est-il toutefois lorsque le salarié se prévaut de la nullité de son licenciement en raison d'un manquement de l'employeur relatif à l'exécution du contrat de travail ? C'est la question que traite la Cour de cassation dans un arrêt du 26 mars 2025 (n° 23-12.790).

En l'occurrence, le salarié employé en qualité de chaudronnier avait exercé plusieurs mandats de représentant syndical. Son licenciement pour motif économique avait été autorisé par l'administration du travail en juin 2013. Contestant cette décision, le salarié avait saisi d'une part les juridictions administratives en an-

nulation de la décision d'autorisation, d'autre part la juridiction prud'homale pour contester la validité de son licenciement et solliciter diverses sommes au titre de la nullité de son licenciement et subsidiairement pour non-respect des critères d'ordre, pour manquement à l'obligation de formation et d'adaptation, discrimination et entrave au mandat syndical et non-respect de l'obligation de sécurité.

Tant le tribunal administratif que la cour administrative d'appel avaient rejeté sa demande, conférant à la décision d'autorisation de licenciement un caractère définitif.

Cela étant, devant la juridiction prud'homale, le salarié se prévalait de l'absence d'organisation d'une visite de reprise à l'issue d'une période d'arrêt de travail consécutif à un accident du travail, préalablement à son licenciement. A cet égard, on rappellera la position de la Cour de cassation qui considère qu'en l'absence de visite de reprise auprès de la médecine du travail, lorsque cette visite est légalement obligatoire, le contrat de travail reste juridiquement suspendu, quand bien même le salarié aurait repris le travail (Cass. soc. 25 mars 2009, n° 07-44.408).

Sachant que les juges du fond avaient constaté le manquement de l'employeur au titre de l'organisation de la visite de reprise, la chambre sociale estime que c'est à tort qu'ils ont débouté le salarié de sa demande de nullité et casse de ce chef leur décision. A défaut de visite de reprise, le contrat de travail du salarié est resté suspendu et le licenciement ne pouvait être prononcé que pour une faute grave ou pour une impossibilité de maintenir le contrat de travail pour un motif étranger à l'accident ou à la maladie, sans quoi il est entaché de nullité (art. L. 1226-13 du Code du travail).

Le raisonnement est implacable et pourrait même conduire, sans heurter les principes de séparation des pouvoirs et d'autorité de la chose jugée, à la réintégration du salarié, outre l'octroi d'une indemnité d'éviction correspondant aux salaires de la période courant entre son licenciement et sa réintégration, si d'aventure le salarié le demandait. ■

# Le principe de conformité applicable à une opération de fusion-acquisition, un facteur de valorisation et de performance

La conformité est un facteur de performance pour la réalisation d'une opération de fusion et justifie une méthodologie de vérification robuste et formalisée.

Le concept de conformité correspond au respect de règles législatives (lois et règlements) ou normatives (régulation économique) applicables à une entité ayant une activité économique exposée sur plusieurs domaines comme l'environnement, la corruption, le maniement des données numériques, la sécurité des salariés, la fiscalité, la lutte contre le blanchiment et le financement du terrorisme (LCB/FT), et aussi depuis peu la lutte contre la prolifération des armes de destruction massive. Dans le cadre d'une opération de rapprochement entre deux entreprises, la conformité permet d'informer les acquéreurs sur les pratiques industrielles et économiques de la cible au titre de ses obligations légales, normatives et éthiques. L'absence de transparence en la matière est un coût avéré mais à l'inverse, l'absence de défaut de conformité est un formidable facteur de performance qui pourra trouver une contribution dans la valeur de l'entreprise cible et/ou dans une minoration de son coût de financement.

Par exemple, la carence de procédures internes de conformité peut se traduire par un coût de financement élevé associé à une prime de risque représentative du risque de non-conformité. Un risque réputationnel est aussi de nature à dégrader la valorisation des synergies attendues par les investisseurs. En conséquence, il est dans l'intérêt de l'acquéreur de procéder à un certain nombre de diligences d'audit avant un engagement dans une opération de fusion-acquisition. La réalisation de diligences d'intégrité portant sur la LCB/FT et la corruption sont particulièrement surveillées par les autorités réglementaires. La protection des données et les facteurs de durabilité prennent aussi progressivement une place de plus en plus significative dans ces diligences. Parallèlement, de nombreuses entreprises ont été victimes de fraudes comptables ou financières ou d'attaques cyber avec des cas de procédures de conformité contournées car sous contraintes d'urgences opérationnelles.

C'est pourquoi des diligences de conformité, en pré-acquisition et la réalisation de due diligences plus approfondies en post-acquisition, tout en assurant l'harmonisation du dispositif de conformité de la cible avec celui de la maison mère, sont constitutifs d'une démarche incontournable. En France, un arrêt de la Cour de cassation<sup>1</sup> rappelle que l'entité assurant l'absorption d'une cible est responsable pénalement sur des actes de gestion effectués par l'entité acquise préalablement à la date de réalisation de la fusion. En outre, la convention de fusion doit intégrer cette jurisprudence, cohérente avec le droit européen et les pratiques du droit international. Des diligences d'audit insuffisantes et surtout sans formalisation conduiront la société acquéreuse à ne pas pouvoir postuler

une obligation de moyens suffisante en cas de litige. Ainsi, indépendamment de la forme de l'opération envisagée, le défaut de conformité est susceptible d'influencer la valeur de la cible et la confiance de sa chaîne de valeur post-acquisition. La société absorbante peut envisager une renégociation du prix d'acquisition, ou des modalités d'acquisition des actifs telles que des garanties financières supplémentaires si le risque de non-conformité est avéré. Les diligences d'acquisition sont donc à prévoir avant et après la réalisation de la fusion.

Avant la date de réalisation de la fusion, l'audit doit principalement porter sur l'intégrité des actionnaires et de la direction, l'exposition au risque de non-conformité de son activité, la typologie des contrats comme leurs complexités, et la typologie des pays avec lesquels la société cible assure la plupart de ses relations d'affaires par répartition du chiffre d'affaires (clients et fournisseurs). Les diligences doivent permettre de recenser les procédures applicables de prévention au risque de non-conformité au moyen d'un code éthique, d'une cartographie des risques LCB/FT et de tests d'évaluation associés.

Après la date de réalisation de l'opération, l'audit doit porter sur l'harmonisation des pratiques de conformité entre la société cible et la société absorbante et identifier les écarts de pratiques malgré une appréciation avant la fusion des procédures identifiées au sein de la cible. En cas de présomption de non-conformité sur les risques LCB/FT par exemple, des diligences peuvent être engagées sur une typologie de parties prenantes particulières ou un type de contrat avec un ou plusieurs pays spécifiquement. Outre le fait de sécuriser la fusion, ces travaux offriront à l'acquéreuse les moyens pour ajuster correctement le prix d'acquisition ou d'élaborer en amont des mesures de prévention adaptées.

Cette démarche qui peut paraître lourde engendre une réflexion quant à la proportionnalité des diligences à appliquer à la société cible en fonction de sa taille, de son activité vis-à-vis d'un risque de blanchiment d'argent par exemple, et des montants en jeu relatifs au risque de corruption ou de non-respect de la protection des données de ses partenaires.

En conclusion, il faut retenir que cette démarche est destinée en priorité à éviter que l'entité acquéreuse soit exposée à un passif de non-conformité lié à des sanctions réglementaires qui entravent la création de valeur et la réputation du nouvel ensemble fusionné. La conformité est aussi une donnée stratégique qui doit être utilisée pour créer de la valeur grâce à la sécurisation des parties prenantes liées à l'opération de fusion. ■



**Par Lionel Escaffre,** professeur à l'IAE de l'Université d'Angers, professeur affilié à l'Université internationale de Monaco (IUM), commissaire aux comptes associé Groupe Y Moore,



**et Richard Marcon,** conseil juridique à Monaco, vice-président de l'Association monégasque de conformité (AMCO), chargé d'enseignement affilié à l'IEP de Paris (Sciences Po)

<sup>1</sup> Cass. crim. 25/11/2020, n° 18-86.955.



# Loi de finances 2025 et management package : entre éclaircissements et incertitudes



Par Samuel Cohen,  
avocat



et Naël Kebir,  
stagiaire,  
Milestone Avocats

Dans le cadre d'opérations de private equity et de venture capital, ou plus largement durant la vie sociale de l'entreprise, les management packages se sont imposés comme des instruments incontournables de structuration juridique et financière. Ces mécanismes permettent aux managers de participer à la création de valeur de la société, tout en les fidélisant sur le long terme. Souvent complexes et encadrés par une documentation juridique dense, les management packages soulèvent de nombreux enjeux, tant sur le plan juridique que fiscal, et doivent être adaptés à la stratégie des parties et à la maturité de la société cible.

La loi de finances pour 2025, entrée en vigueur le 16 février dernier, introduit une réforme majeure du régime fiscal applicable aux management packages. Ce changement significatif fait suite à l'amendement du Sénat à l'article 25 du projet de loi de finances.

Les management packages ainsi visés par la loi de finances pour 2025 englobent tant les mécanismes légaux [actions attribuées gratuitement (AGA), bons de souscriptions de parts de créateur d'entreprise (BSPCE), stock-options] que ceux contractuels [bons de souscription d'actions (BSA), ratchet].

## Une évolution attendue

Avant 2025, les gains tirés de ces instruments bénéficiaient d'un cadre fiscal relativement attractif : considérés comme des plus-values mobilières, ils pouvaient bénéficier d'une imposition à 30 % au titre d'un prélèvement forfaitaire unique (12,8 % d'impôt sur le revenu et 17,2 % de prélèvements sociaux). Certains dispositifs, tels que les BSPCE, fortement utilisés dans les opérations de venture capital, bénéficiaient quant à eux d'un traitement fiscal spécifique : le gain d'exercice, c'est-à-dire la différence entre le prix fixé lors de l'attribution du bon et la valeur réelle des actions au moment de l'exercice (à savoir la conversion du bon en action), n'était pas taxé immédiatement et bénéficiait d'une imposition réduite en cas de cession après trois ans. L'intérêt résidait alors dans le fait

que seule la cession des actions issues de l'exercice des BSPCE entraînait l'imposition de la plus-value alors générée.

Par ailleurs, l'intérêt fiscal pouvait être renforcé puisqu'il était possible d'inscrire les titres issus de l'exercice de management packages dans des plans d'épargne en actions et des plans d'épargne entreprise, mais aussi de bénéficier d'un sursis ou d'un report d'imposition en cas d'apport des actions à une holding.

Après l'entrée en vigueur de la loi de finances pour 2025 au 16 février, ces avantages sont soit supprimés, soit limités.

## Une influence jurisprudentielle

Le 13 juillet 2021, le Conseil d'Etat rendait une série de trois arrêts (CE, 13 juillet 2021, nos 435452, 428506, 437498) qui posaient le principe selon lequel la nature du gain dépend des conditions de sa réalisation : lorsque le gain d'entrée permettait de constater un avantage particulier au regard du prix préférentiel d'acquisition et que celui-ci trouvait son origine dans la fonction exercée dans la société par le titulaire, alors ce gain avait pour nature celle d'un salaire. Le gain de sortie, en principe traité en tant que plus-value mobilière, devait ainsi l'être comme un salaire s'il était la contrepartie des fonctions exercées dans la société.

La crainte de requalification du gain en traitement et salaire était donc bien réelle. En l'absence de clarification législative, l'insécurité persistait. La

réforme opérée par la loi de finances pour 2025 s'inscrit alors dans ce contexte.

### **Un objectif de clarification, mais un alourdissement de la fiscalité**

Ce sont ces incertitudes que la loi de finances pour 2025 tente de dissiper, tel que l'affirme l'objet de l'amendement du Sénat à l'article 25 du projet de loi de finances, qui « a pour objet de clarifier le droit applicable en matière de plans d'investissement des dirigeants et salariés et ainsi de limiter certains abus constatés ».

Ainsi, l'article 163 bis H du Code général des impôts énonce un principe clair au regard du bénéficiaire ayant disposé, cédé, converti ou mis en location ses titres : « Le gain net réalisé sur les titres souscrits ou acquis par des salariés ou des dirigeants ou attribués à ceux-ci est imposé suivant les règles de droit commun des traitements et salaires lorsqu'il est acquis en contrepartie des fonctions de salarié ou de dirigeant dans la société émettrice de ces titres, dans toute société dans laquelle la société émettrice détient directement ou indirectement une quote-part du capital ou dans toute société qui détient directement ou indirectement une quote-part du capital de la société émettrice. » Ce texte reprend la jurisprudence du Conseil d'Etat en date de 2021, mais y apporte un encadrement normatif.

Le principe posé par le législateur n'est pas sans exception et c'est bien cette exception au principe qui rend le traitement fiscal des gains issus de management packages délicat. En effet, le paragraphe II de l'article précité précise que, par dérogation, sous certaines conditions et dans la limite d'un plafond, le gain restera traité comme une plus-value de cession de valeurs mobilières.

Les conditions de l'application du régime des plus-values sont l'existence d'un risque de perte en capital ou de perte de valeur et un délai de détention minimum de 2 ans pour les titres autres que les AGA, BSPCE et SOP. En cas de non-respect de ces conditions, le régime des traitements et salaires s'applique à l'intégralité du gain.

Le plafond est quant à lui fixé par un multiple de performance qui répond de la formule suivante :  $[\text{Prix d'acquisition} \times 3 \times (\text{Valeur réelle de la société à la cession} / \text{Valeur réelle de la société à l'acquisition})] - \text{Prix d'acquisition}$ .

Ainsi, sous réserve de l'application des conditions, si le plafond de gain n'est pas dépassé, ce gain sera traité comme une plus-value mobilière de l'article 150-0 A du CGI, avec, si applicable, une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus de 3 à 4 %. Si le plafond est dépassé, l'excédent

sera alors traité en traitement et salaire, soumis au barème progressif de l'impôt sur le revenu avec, si applicable, une contribution exceptionnelle sur les hauts revenus et une contribution salariale spécifique de 10 %.

De cette règle, il faut dorénavant opérer une ventilation entre la fraction du gain soumise au régime des plus-values mobilières et celle soumise au régime des traitements et salaires.

De plus, des mesures complémentaires sur les management packages sont prévues par l'article 93 de la loi de finances : les titres obtenus de l'exercice de ces management packages ne pourront être souscrits par le biais d'un PEA, sous peine de clôture du plan, tandis que le report d'imposition en cas d'apport à une holding est quant à lui supprimé. Ces évolutions visant à clarifier ces mécanismes s'accompagnent donc dans certains cas d'un alourdissement de la fiscalité.

### **Des zones d'ombre persistantes**

S'il n'en demeure pas moins que la loi de finances pour 2025 fait un pas en avant vers une plus grande sécurité dans l'édification d'un régime fiscal du management package, certaines zones d'ombre demeurent.

S'agissant de la terminologie, la « contrepartie » des fonctions exercées dont il est fait mention pour l'application du régime des plus-values n'est pas définie. L'on peut donc s'interroger sur les critères concrets à prendre en considération pour établir cette contrepartie. Le « risque de perte » n'est pas non plus défini et soulève aussi de telles questions. Enfin, le multiple de performance permettant de fixer le plafond d'application du régime des plus-values mobilières restera-t-il figé ou est-il sujet à évolution ?

Dans l'attente, la prudence est de mise. Les entreprises, start-up et les bénéficiaires de ces mécanismes doivent anticiper l'impact fiscal de ces changements et adapter leurs plans d'intéressement. Dans ce contexte fiscal incertain, les bénéficiaires de management packages devront donc continuer d'affiner leur compréhension de ces mécanismes, et tenter d'anticiper leurs conséquences fiscales, tant en prévoyant l'imposition immédiate du gain qu'en adaptant la stratégie d'exercice et de cession des titres.

Face à ces zones d'ombre une doctrine fiscale au BOFiP est fortement attendue pour sécuriser les pratiques et permettre une lecture opérationnelle de ce nouveau régime. ■



# Pactes d'actionnaires : quelques rappels pratiques

« D'une utilisation imprécise, tous les mots ont perdu leur tranchant »<sup>1</sup>. L'étude de la jurisprudence récente en matière de pactes d'actionnaires s'inscrit dans le sillon de cet avertissement, en se révélant une source d'enseignements utiles pour la pratique de ces conventions dont l'originalité tient notamment à leur souplesse, leur confidentialité et leur inventivité. Elle apporte aussi des ajustements et des clarifications utiles pour que ces accords extra-statutaires puissent efficacement répondre aux aléas de la vie des sociétés et, dans une certaine mesure, résister à l'usure des années. Cette revue sélective invitera, une fois n'est pas coutume, à inciter tout à la fois à la prudence dans l'application de règles strictes et à la créativité dans l'imagination de possibilités nouvelles.



Par Arnaud Deparday, avocat associé,



Paul Leroy, avocat associé,

## 1. Valeur du pacte (en attendant la suite)

La question de l'articulation entre les statuts et les actes extra-statutaires reste un enjeu à suivre, dans l'attente d'une probable décision de la Cour de cassation dans la suite de cet arrêt de cour d'appel ayant approuvé, dans le cadre d'une révocation du président, la dérogation aux statuts d'une SAS par une décision unanime des associés postérieure, en l'occurrence une « décision collective prise aux conditions requises pour modifier les statuts », qui « s'impose à la société quand bien même les statuts n'auraient pas fait l'objet d'une modification » (CA Paris, 5-9, 16 nov. 2023, n° 22/10344). Cette solution s'inscrit en effet directement en résistance à la solution prônée par la Cour de cassation d'après laquelle « si les actes extra-statutaires peuvent compléter ces statuts, ils ne peuvent y déroger » (Cass. com., 12 oct. 2022, n° 21-15.382). En pratique, si le régime de révocation du dirigeant prévoit des garanties, soit les statuts ne prévoient rien, soit une modification des statuts sera nécessaire pour éviter toute contradiction avec les accords qui seront intervenus postérieurement.

Aussi est-il intéressant de mentionner cette décision intervenue entre-temps, et relative à la violation d'un pacte d'associés, qui prévoyait un organe particulier pour révoquer le dirigeant (Cass. com., 18 sept. 2024, n° 22-23.075).

Aux termes d'un pacte d'actionnaires signé entre trois associés personnes morales d'une SAS, il était notamment prévu que la révocation du président nécessitait une décision du « comité exécutif ». Après que l'un des associés a cédé sa participation à une société tierce, le dirigeant d'un des associés signataires, agissant en cette qualité, a notifié au président

de la SAS sa révocation, avant de procéder ensuite à son remplacement. Le président révoqué a assigné la société et ses dirigeants en responsabilité. La Cour de cassation approuve les juges du fond d'avoir condamné ces derniers en se fondant sur les stipulations du pacte pour en déduire qu'une décision du comité exécutif était nécessaire, et qu'à défaut, la SAS et ses dirigeants avaient commis des fautes en mettant en œuvre une décision illégale de révocation et de nomination d'un nouveau président de la société.

En l'absence de référence aux statuts de la SAS, la décision ne prend en effet pas position sur le débat de la hiérarchie entre statuts et pactes. Il est cependant permis de relever que ces mêmes statuts stipulaient que « le président peut être révoqué à tout moment par le comité exécutif, sans délai, sans motif et sans qu'il puisse prétendre à indemnisation ou à dommages et intérêts », de sorte que la seule référence au pacte, qui complétait les statuts sur ce point en précisant les modalités d'adoption de la décision de révocation, peut être analysée comme une confirmation de sa jurisprudence. En tout état de cause, la solution apporte une illustration de la force obligatoire du pacte d'associés.

On relèvera par ailleurs que cette décision offre une application du principe selon lequel un manquement contractuel qui cause un dommage à un tiers lui ouvre droit à indemnisation sur un fondement extra-contractuel (Cass. com., 3 juill. 2024, n° 21-14.947).

## 2. Stipulations du pacte

Les clauses du pacte d'actionnaires répondent à un éventail de situations anticipées et négociées en

1. E. Hemingway, *Le Soleil se lève aussi* (1926).

amont afin de garantir leur efficacité au moment de leur mise en œuvre. Deux illustrations sont à mentionner sur cet aspect.

La première solution est relative à l'un des clauses les plus courantes dites de « drag-along » ou d'obligation de sortie conjointe, qui visent à assurer que la totalité des titres de la société soit cédée en cas de sortie d'un investisseur.

Dans l'espèce rapportée, un pacte d'actionnaires avait été conclu entre les associés d'une SAS avec une clause de ce type (Cass. com., 27 nov. 2024, n° 23-10.385). Son article 6 stipulait en effet que « dans le cas où une offre ferme d'acquérir exclusivement la totalité des titres de la société représentant 100 % du capital social et des droits de vote de la société adressée par un (ou des) tiers et/ou un (ou des associés) et conjointement acceptée par le président ou le directeur général, l'ensemble des signataires du présent pacte s'engage irrévocablement à céder conjointement à l'acquéreur la totalité de ses titres », et que « chacun des associés reconnaît que les dispositions qui précèdent valent promesse de vente de ses titres ».

A la suite d'une proposition de rachat de la totalité des titres refusée, la clause stipulée à l'article 6 du pacte d'actionnaires a été mise en œuvre. La nullité de la cession forcée des actions cédées a alors été demandée par les cédants qui se sont prévalus de l'absence de détermination du prix de cession dans le pacte d'actionnaires.

Les juges du fond avaient rejeté cette demande après avoir notamment énoncé que l'absence de détermination du prix n'affectait pas la validité du contrat en litige pour violation de la loi.

Cette analyse est censurée au visa de l'article 1134 du code civil, dans sa rédaction antérieure à celle issue de l'ordonnance du 10 février 2016 par la Cour de cassation, qui considère qu'en statuant ainsi, la cour d'appel « a dénaturé la stipulation claire et précise de l'article 6 du pacte d'actionnaires selon laquelle la clause litigieuse vaut promesse de vente, ce dont elle aurait dû déduire que l'absence de détermination du prix en affectait la validité ».

L'absence de mécanisme sur la fixation du prix auquel les actions devaient être cédées était donc de nature à affecter la validité de la clause litigieuse. Cette décision rappelle toute l'importance des principes du caractère déterminable du prix à respecter au moment de la rédaction de ce type de clause (V. déjà Cass. 3e civ., 26 sept. 2007, n° 06-14.357). Si l'on imagine mal l'introduction d'une formule de prix comme on le voit régulièrement dans les promesses de vente, la clause devrait à minima préciser que le transfert se fait à un prix et

à des conditions identiques à ceux dont bénéficie l'initiateur de la cession forcée.

La seconde occurrence de jugement en matière de stipulation du pacte est relative à la fixation du prix dans un pacte d'associés comportant une clause d'offre alternative « buy or sell » (Cass. com., 12 févr. 2025, n° 23-16.290).

En l'espèce, deux associés à hauteur de 60 % pour le premier et de 40 % pour le second d'une SARL avaient conclu un pacte comportant notamment une clause d'offre alternative.

L'article 3 de ce pacte listait un certain nombre de décisions devant faire l'objet d'un accord unanime des signataires.

L'article 4.4 de ce pacte d'associés précisait que tout cogérant pourrait démissionner moyennant l'observance d'un préavis de trois mois et que, dans l'hypothèse où le gérant majoritaire quittait ses fonctions, celui-ci s'engagerait à céder à son associé au minimum 40 % des parts sociales qu'il détenait dans le capital de la SARL.

Enfin, en vertu de l'article 5 « clause américaine », il était prévu qu'« en cas de désaccord grave et persistant, susceptible d'entraîner une paralysie dans le fonctionnement de la société et de porter atteinte à l'intérêt social, chaque associé pourra proposer à l'autre associé, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception, de lui céder la totalité de sa participation au sein de la société aux prix et conditions précisés dans son offre. Le bénéficiaire de l'offre disposera d'un délai de trente jours pour lever l'option qui lui est ainsi conférée, par lettre recommandée avec demande d'avis de réception ou par tout moyen permettant d'assurer la preuve. À défaut, le bénéficiaire sera tenu de céder ses propres titres à l'associé ayant pris l'initiative de cette procédure aux prix et conditions déterminés dans l'offre initiale ».

Après plusieurs tentatives d'achat des parts sociales de son associé, l'associé minoritaire a mis en œuvre la clause d'offre alternative, offrant à l'associé majoritaire de lui céder l'ensemble de ses parts sociales pour 40 000 euros et lui rappelant qu'à défaut de lever l'option, il sera tenu de lui céder l'intégralité des siennes au prix de 60 000 euros.

L'associé majoritaire s'étant opposé à la mise en œuvre de la clause, l'associé minoritaire et la société l'ont assigné aux fins de le voir condamner à procéder à la signature de l'acte de cession de l'intégralité de ses parts sociales au prix précité de 60 000 euros.

Reprochant à la cour d'appel d'avoir dit que la cession par l'associé majoritaire était parfaite par la mise en œuvre de la clause d'offre alternative prévue par le pacte d'associés, et de lui avoir en-



**et Louis-Nicolas Ricard,**  
senior knowledge  
lawyer,  
Hogan Lovells



joint, en conséquence, de procéder à la signature de l'acte de cession des parts sociales à l'associé minoritaire, un pourvoi a été formé.

La Cour de cassation rejette le pourvoi en deux temps, après avoir écarté le grief tiré de l'indétermination du prix (1<sup>re</sup> branche), puis de la caractérisation de l'existence d'un « désaccord grave et persistant, susceptible d'entraîner une paralysie dans le fonctionnement de la société » et de la mauvaise foi de l'associé minoritaire dans la mise en œuvre de ladite clause, à défaut d'avoir communiqué tout élément permettant à l'associé majoritaire d'apprécier utilement l'offre de prix (2<sup>e</sup> et 3<sup>e</sup> branches). Elle approuve la cour d'appel d'avoir déduit d'une série de constatations liées à l'exécution par les parties de leurs engagements résultant du pacte d'associés que le mécanisme instauré par la clause d'offre alternative ne laissait pas la fixation du prix à la volonté d'une seule des parties. Concernant la mauvaise foi de l'associé minoritaire, la Cour de cassation s'en remet au pouvoir souverain des juges du fond, qui avaient estimé que celle-ci n'avait pas été démontrée, ce d'autant que « l'application de la clause d'offre alternative n'était soumise à aucune condition tenant à des vérifications quelconques ».

Cet arrêt offre en définitive une validation bienvenue de la mise en œuvre de ce type de clause.

### **3. Confidentialité du pacte**

Dans une récente décision à la portée plus limitée, la Cour de cassation rappelle cependant un point fondamental pour la pratique, à savoir le pouvoir

des juges du fond de refuser à un tiers une demande de communication de pièce, en l'occurrence un pacte d'actionnaires doté d'une clause de confidentialité (Cass. com., 12 mars 2025, n° 23-21.845).

Aux termes de divers actes, plusieurs sociétés ont notifié à une SAS l'exercice d'une promesse de vente qui prévoyait le rachat de ses participations dans une société codétenue dans l'hypothèse d'un changement de contrôle.

Cette SAS s'est pourvue en cassation aux fins de contester le rejet par une cour d'appel de sa demande de communication de la copie du pacte d'actionnaires conclu entre les actionnaires d'une Newco et divers investisseurs ayant acquis le contrôle majoritaire, en se prévalant d'une violation des règles du procès équitable dès lors que cette pièce constituait selon elle le seul moyen d'établir la réalité de ses droits.

Le pourvoi est rejeté. La Cour de cassation considère que « c'est dans l'exercice de son pouvoir discrétionnaire et sans violer l'article 6, § 1, de la convention invoqué que la cour d'appel, saisie d'une demande de production d'une pièce détenue par une partie, a refusé de faire droit à cette demande ».

Bien que courantes en pratique, cette espèce offre une bonne illustration de l'effet des clauses de confidentialité à l'égard des tiers, et de l'importance, si les parties le jugent nécessaire, de prévoir expressément d'éventuelles exceptions à cette clause, notamment si l'une des parties souhaite faire valoir ses droits en justice. ■

# GESTION D'ACTIFS

## ALLOCATION

Mid&small caps : entre décote persistante et volonté de relance p.92

## INTERVIEW

Per Einar Ellefsen, CEO et cofondateur, Amundsen Investment Management p.97

## IMMOBILIER

SCPI : un marché ultra-polarisé p.98

# Obligations convertibles : quels moteurs de performance en 2025 ?

p.102

Avec

**Funds**  
magazine



# Mid&small caps : entre décote persistante et volonté de relance

Malmenées en Bourse depuis des années, les petites et moyennes capitalisations européennes font preuve d'une certaine résilience ces dernières semaines.

Entre performances contrastées, décotes historiques et mobilisation croissante des institutionnels, ces valeurs occupent une position charnière pour l'avenir de l'Europe.

**L**a guerre commerciale engagée par les Etats-Unis sonnera-t-elle le glas des petites et moyennes capitalisations européennes? Depuis de nombreuses années déjà, la classe d'actifs corrige en Bourse. Si on considère les classements établis par SIX Financial Information, au 11 avril, les fonds investis sur les petites et moyennes capitalisations de la zone euro affichent une performance moyenne négative, de - 6,61 % depuis le début de l'année, de - 7,77 % sur un an et de - 12,28 % sur 3 ans! Il en va de même des fonds petites et moyennes capitalisations investis sur les valeurs françaises : - 15,16 % sur 3 ans! Certes, quelques fonds sont parvenus à différentes périodes à délivrer une performance positive. Ainsi, sur la zone euro, le fonds Alken Small Cap Europe par exemple est positif sur toutes les périodes. Sur les valeurs françaises, BNPP AM ou encore Moneta AM affichent de belles performances sur trois ans. Mais pour la majorité des fonds, les performances sont largement négatives.

Pourtant et paradoxalement, alors que les marchés actions de la zone euro subissent ces dernières semaines de plein fouet la guerre commerciale et les perspectives de ralentissement au niveau mondial, les petites et moyennes capitalisations semblent mieux résister que les plus grandes. Ainsi, au 18 avril, et ce, depuis le début de l'année, l'indice CAC small affiche-t-il une performance positive

de 4,98 % alors que l'indice CAC 40 régresse sur la période de 1,29 %. Cette dynamique favorable s'explique par plusieurs facteurs. «La surperformance récente des petites et moyennes valeurs est liée aux fondamentaux de leurs secteurs, il existe de nombreuses valeurs avec des fondamentaux solides et/ou se situant dans des secteurs qui vont bénéficier du changement de paradigme en Europe comme Eutelsat, Exail Technologies ou encore OVHcloud en matière de spatial, défense, autonomie énergétique et souveraineté», énumère Vincent Le Sann, directeur général adjoint de Portzamparc. Le titre Eutelsat, par exemple, avait gagné plus de 73 % depuis le début de l'année au 18 avril. Un autre facteur clé est leur moindre exposition à l'international. «Certaines d'entre elles sont moins exposées à la hausse des droits de douane américains», confirme Aude de Lardemelle, directrice générale de CDC Croissance. Les perspectives sont ainsi globalement positives. «Il est très difficile de prévoir l'impact de la hausse des droits de douane sur les économies, mais il est possible que cela pousse la Banque centrale européenne (BCE) à poursuivre sa politique de baisse de taux d'intérêt, ce qui est plutôt favorable à la classe d'actifs», espère Vincent Le Sann.

## Un manque d'intérêt des investisseurs

Malgré ces signaux encourageants, les investisseurs restent très frileux. Depuis plus de cinq ans et bien avant la crise sanitaire, les petites et moyennes capitalisations affichent une sous-performance par rapport aux grandes et sont délaissées par les investisseurs. La décote est ainsi historiquement élevée. «Au mois de mars, la décote des small caps européennes par rapport à leur multiple



« En Italie, un bonus IPO a été créé et cela s'est traduit par une hausse forte et rapide des initiatives en la matière. »

Vincent Le Sann,  
directeur général adjoint  
de Portzamparc.



historique de valorisation (PER) est de 22 %, et si les petites capitalisations retrouvaient leur prime historique de valorisation sur les grandes capitalisations alors la hausse serait de 39 %», avance Raphaël Lucet, gérant chez Moneta AM.

Dans ce contexte, des initiatives concrètes ont vu le jour pour soutenir le segment. La Place de Paris se mobilise en effet depuis plusieurs mois. A ce titre, le 18 mars dernier, un manifeste appelant à l'action en faveur du financement des entreprises par le marché des capitaux a été publié par l'AFG (association française de la gestion financière), l'Amafi (Association française des marchés financiers), Euronext, Middenext, Paris Europlace, La Caisse des dépôts et l'AFEP. Il contient neuf propositions concrètes. Parmi celles-ci figure la nécessité d'encourager les investisseurs institutionnels à investir davantage dans des fonds actions en revoyant notamment leur cadre prudentiel, ou encore une modification des modalités d'introduction en Bourse. Outre la nécessité de créer un nouvel arsenal réglementaire et opérationnel, la Caisse des dépôts a annoncé, fin 2024, un investissement massif de 500 M€ dans des fonds de petites et moyennes valeurs cotées gérés par des acteurs domiciliés en France avec la volonté d'induire un effet d'entraînement. «Nous avons déjà déployé environ 20 % de notre enveloppe dédiée aux petites et moyennes capitalisations au travers de 4 fonds de la Place de Paris et nous sommes en train de mener des due diligences sur 5 autres fonds; nous devrions avoir alloué la moitié de notre enveloppe d'ici l'été», précise Aude de Lardemelle. Pour la CDC, ces investissements doivent permettre à des fonds de dépasser la taille critique et de pouvoir ainsi attirer d'autres institutionnels. «Les fonds investis sur les petites et moyennes capitalisations doivent posséder a minima 100 M€ d'encours pour être attractifs auprès des institutionnels qui cherchent à investir des tickets significatifs et sont contraints par leurs ratios d'emprise qui correspondent à 10 % de l'encours d'un fonds», explique Aude de Lardemelle. La CDC a aussi mis en place un fonds sur la thématique de la Tech. «Nous souhaitons à travers ce fonds encourager les IPO sur le marché français, même si le contexte de marché est actuellement difficile», souligne Aude de Lardemelle. A l'échelle européenne, des avancées pour faciliter la cotation des PME et ETI sont également en cours, comme la promotion de la recherche sponsorisée sur le modèle français dans toute l'Europe. «L'ESMA s'est engagée à avancer sur le sujet et devrait proposer d'ici le premier trimestre 2026 une directive commune à l'ensemble des bourses européennes», précise Vincent Le Sann. Un nouveau label européen pourrait aussi être créé avec pour objectif de rediriger l'épargne privée vers les entreprises françaises et européennes et, en particulier, les PME. Il pourrait rencontrer un vrai

succès. «Nous constatons un réel intérêt du public pour financer des entreprises locales qui ont une incidence favorable sur l'emploi», avance Aude de Lardemelle.

### Une urgence à agir

Toutes ces mesures devraient avoir un effet sur le moyen/long terme. Pour aller plus vite, les acteurs de la Place proposent ainsi de s'inspirer du modèle italien. «En Italie, un bonus IPO a été créé qui prend la forme d'un crédit d'impôt et/ou d'une subvention destinée aux PME qui souhaitent aller chercher des financements en Bourse et cela s'est traduit par une hausse forte et rapide des initiatives en la matière», avance Vincent Le Sann. Les besoins sont urgents. L'an dernier sur Euronext Paris, seulement 4 IPO ont été réalisées, et si certains anticipent que 2025 pourrait constituer une année de transition, d'autres penchent pour une année blanche! «Il est important de faire bouger les lignes, c'est un enjeu de souveraineté pour la France et pour l'Europe», conclut Aude de Lardemelle. ■

Sandra Sebag

## LES PETITES CAPITALISATIONS À LA FRONTIÈRE ENTRE VALEURS COTÉES ET CAPITAL INVESTISSEMENT

**Moneta AM fait partie des rares sociétés de gestion à disposer d'un historique de performance positif sur les petites valeurs. Le fonds Moneta Micro Entreprises a délivré un TRI net de frais de 14,6 % depuis sa création en 2003 et est fermé aux souscriptions depuis 2009. Pour permettre aux investisseurs de bénéficier de cette expertise, la société de gestion a lancé quatre fonds fermés à échéance (MME 2026, MME 2027, MME 2028 et MME 2029), le cinquième (MME 2030) étant en cours de levée sur le modèle du capital investissement. « Il s'agit de fonds evergreen qui offrent tous les cinq ans une fenêtre de sortie aux investisseurs qui le souhaitent, ce qui permet à de nouveaux investisseurs d'entrer dans le fonds », explique Raphaël Lucet. Cette approche originale a pour but de convaincre les investisseurs de revenir sur la classe d'actifs en mettant en avant la capacité du fonds à générer de la surperformance et à ne pas être impacté par les travers de la classe d'actifs, à savoir le manque de liquidité et la volatilité.**

**LE FONDS**

# Horizon Global Smaller Companies

- Code ISIN : **LU1983261865**
- Forme juridique : **OPCVM luxembourgeois**
- Société de gestion : **Janus Henderson Investors**
- Gérant : **Nick Sheridan**
- Indicateur de référence : **MSCI World Small Cap Index**
- Date de lancement : **6 août 2019**
- Encours sous gestion : **720 519 983 EUR (au 31 mars 2025)**

## Investisseurs

- Profil investisseur : **Les investisseurs qui comprennent les risques inhérents au compartiment, qui visent une croissance du capital via un investissement dans les marchés d'actions mondiales à petite capitalisation, et qui ont un horizon de placement d'au moins cinq ans. Le présent fonds est conçu pour être utilisé uniquement comme composante d'un portefeuille d'investissement diversifié et n'est pas conçu pour les investisseurs qui ne sont prêts à accepter qu'une perte minimale de leur investissement.**
- Durée de placement recommandée : **5 ans**

## Règlement SFDR ■ article 8

## Performance

- Objectif de performance : **surperformer par rapport à l'indice MSCI World Small Cap après déduction des charges, sur une période quelconque de 5 ans**
- Performance annualisée :
  - Sur un an : **3,26 %**
  - Sur trois ans : **9,75 %**
  - Sur cinq ans : **19,95 %**
  - Depuis la création du fonds : **13,16 %**



Les performances passées ne préjugent pas des performances futures

## Frais

- Frais de gestion courants : **1,13 %**
- Frais de souscription : **5 % max**
- Commission de surperformance : **10 % de tout rendement sous réserve d'un high water mark que la catégorie d'actions réalise au-delà de l'indice MSCI World Small Cap.**
- Frais de rachat : **n/a**

## Pourquoi investir dans ce fonds ?

Le fonds Horizon Global Smaller Companies de Janus Henderson Investors, qui investit dans les petites capitalisations boursières à l'échelle mondiale, se distingue par la performance réalisée depuis son lancement, en août 2019. Il affiche en effet une progression de 101,10 %\*, significativement supérieure à celle réalisée sur la période par son indice de référence, le MSCI World Small Cap (+ 48,02 %), et par les fonds de sa catégorie. Comment expliquer une telle surperformance ?

Convaincue que la proximité avec les équipes dirigeantes des entreprises est indispensable pour investir dans les petites et moyennes valeurs, la société de gestion a mis en place un modèle pertinent qui combine une approche globale et des expertises locales. Ainsi, Nick Sheridan, le gérant principal basé à Londres qui pilote le fonds depuis sa création, s'appuie sur quatre gérants spécialisés par zones géographiques (États-Unis, Europe/Royaume-Uni, Japon et Asie) et sur les équipes de recherche régionales. Autre point fort : tous les membres

de l'équipe de gestion affichent une solide expérience (elle atteint 39 ans pour Nick Sheridan).

Ce fonds de pur stock picking se démarque également par son approche de gestion hybride qui mêle analyse quantitative et qualitative (lire ci-dessous).

Enfin, partant du principe que les gérants ne sont pas des économistes en mesure de déterminer les niveaux de croissance future des différentes zones géographiques, le fonds tend à présenter une exposition régionale neutre par rapport à celle de son indice de référence (même chose en termes de secteurs). L'avantage est double : réduire le niveau de risque du fonds et lui permettre de bien se comporter, quel que soit l'environnement de marché. C'est donc grâce à la sélection de titres que la création de valeur se fait.

## Le processus de gestion

L'univers de départ constitué des valeurs qui composent le MSCI World Small Cap – soit environ 4000 titres – est dans un premier temps filtré grâce à un modèle

propriétaire développé par Nick Sheridan. Ce modèle s'appuie sur différents critères – valeur comptable de l'entreprise, bénéfices, dividendes et valorisation de la croissance future – pour classer les sociétés en fonction du retour annuel qu'elles offrent à l'actionnaire. L'équipe de gestion est particulièrement attentive à l'allocation du capital, l'idée étant que la manière dont les entreprises réinvestissent leurs cashflows et leurs bénéfices influe directement sur la croissance de l'activité et, in fine, sur la valorisation boursière. Cette analyse quantitative permet de constituer une liste d'achats d'environ 300 valeurs, qui font ensuite l'objet d'une analyse fondamentale classique par les différentes équipes régionales. Cette seconde étape permet de sélectionner entre 100 et 125 actions pour construire le portefeuille. Leur pondération dépend du degré de conviction des gérants et de la liquidité du titre.

De manière générale, le fonds cible des entreprises dont les bilans sont sains, qui dégagent des profits et qui offrent aux actionnaires des retours élevés.

La composition du portefeuille est surveillée quotidiennement par l'équipe d'invest-

\*donnée arrêtée au 31 mars 2025.

## Risques

- PRIIP'S RISK RATING (SRI) : 5
- UCITS RISK RATING (SRRI) : 6

### Risques spécifiques au fonds :

- Les actions/parts peuvent perdre rapidement de la valeur et impliquent généralement des niveaux de risques plus élevés que les obligations ou les instruments du marché monétaire.
- Les actions des sociétés petites et moyennes peuvent être plus volatiles que celles des grandes sociétés, et il peut parfois s'avérer difficile de valoriser ou de vendre des actions au prix ou dans le délai souhaité, ce qui augmente le risque de pertes.
- Le fonds peut avoir recours à des instruments dérivés dans le but de réduire le risque ou de gérer le portefeuille plus efficacement. Toutefois, cela introduit d'autres risques, et en particulier celui qu'une contrepartie à un instrument dérivé ne respecte pas ses obligations contractuelles.
- Si le fonds détient des actifs dans des devises autres que la devise de référence du fonds ou celle de parts d'une devise différente de celle du fonds (sauf si elle est couverte), la valeur de votre investissement peut être soumise aux variations des taux de change.
- Les titres du fonds peuvent devenir difficiles à valoriser ou à céder au prix ou au moment désiré, surtout dans des conditions de marché extrêmes où les prix des actifs peuvent chuter, ce qui augmente le risque de pertes sur investissements.
- Le fonds peut perdre de l'argent si une contrepartie avec laquelle le fonds négocie ne veut ou ne peut plus honorer ses obligations, ou en raison d'un échec ou d'un retard dans les processus opérationnels ou de la défaillance d'un fournisseur tiers.

tissement, qui revoit en parallèle ses cas d'investissement individuels à la fin de chaque saison de publication de résultats trimestriels.

A noter : le fonds, qui est classé article 8 selon la réglementation SFDR, intègre les critères ESG dans sa gestion. Au-delà des exclusions classiques (sectorielles ou basées sur le respect des normes internationales), une grande attention est portée à la gestion du risque carbone ; le fonds n'investit par conséquent que dans les entreprises qui ont un plan de transition jugé crédible.

## La société de gestion

Janus Henderson Investors est un gestionnaire d'actifs mondial de premier plan qui a pour mission d'aider ses clients à définir et à atteindre des résultats financiers supérieurs grâce à des idées différenciées, des investissements disciplinés et un service de classe mondiale. Au 31 décembre 2024, Janus Henderson Investors gérait environ 378,7 Md\$ US d'actifs, employait plus de 2000 personnes, avait des bureaux dans 24 villes et servait plus de 400 clients institutionnels dans le monde entier. ■

Marianne Di Meo



**Nick Sheridan** est gérant de portefeuille au sein des équipes petites capitalisations mondiales et actions européennes de Janus Henderson Investors, poste qu'il occupe depuis 2009. Il a intégré la société de gestion en 2009 suite à l'acquisition de New Star, où il était gérant de portefeuille depuis deux ans. Avant de rejoindre New Star, il a été directeur des actions européennes chez Tilney pendant six ans. Il a commencé sa carrière dans la gestion de fonds chez BWD Rensburg en 1990 et a intégré le secteur en tant qu'analyste buy-side chez Ashton Tod McLaren en 1986. Nick Sheridan est titulaire d'une licence en politique (avec mention) de l'Université de Liverpool. Il dispose de 39 années d'expérience dans le secteur financier et a obtenu un diplôme d'analyste financière du Chartered Institute for Securities & Investment.

## Les convictions de l'équipe de gestion

### De votre point de vue, quels intérêts présentent les petites et moyennes valeurs d'un point de vue structurel ?

Sur longue période, ces valeurs ont constitué un bon placement, puisqu'à l'échelle globale elles affichent une nette surperformance par rapport aux grandes capitalisations. La raison ? Un rythme de croissance des bénéfices supérieur, lié à leur caractère cyclique (les 7 magnifiques ayant toutefois inversé la tendance aux Etats-Unis ces dernières années).

Autre atout : ce segment de la cote présente une très grande diversité en termes de secteurs d'activité, ce qui permet une véritable diversification des portefeuilles et donc une limitation du risque. Les 10 premières positions du fonds illustrent bien cette variété. On y trouve notamment une entreprise spécialisée dans le cuivre (Mueller Industries), une compagnie d'assurances (Unum Group), une société opérant dans le domaine de l'enseignement (Stride) et une plateforme en ligne de produits de beauté (Oddity Tech). Enfin, les petites et moyennes valeurs constituent un vivier de cibles potentielles d'OPA. Il faut garder en tête que plus de 90 % des opérations de M&A impliquent des small caps qui se font racheter avec une prime.

### Et d'un point de vue conjoncturel ?

Ces dernières années, les petites et moyennes valeurs ont été fortement pénalisées en Bourse par les taux d'intérêt élevés qui ont renchéri les coûts d'emprunt. Si les taux ne vont pas revenir à zéro, ils sont toutefois amenés à baisser, ce qui devrait soutenir la

performance de la classe d'actifs.

Ce type de valeurs nous semble particulièrement intéressant dans le contexte actuel pour deux autres raisons. Même si la visibilité sur la croissance économique reste limitée, nous pensons que le segment des small caps – qui compte de nombreuses entreprises intervenant dans les domaines de l'industrie et des matières premières – devrait bien s'en tirer grâce au mouvement de relocalisation des chaînes d'approvisionnement. En outre, les petites et moyennes valeurs, qui vendent majoritairement sur leur marché domestique, seront de notre point de vue moins impactées par les hausses massives des droits de douane annoncées par Donald Trump.

Pour toutes ces raisons, il nous semble actuellement intéressant d'investir dans les small caps. D'autant qu'elles affichent aujourd'hui une décote significative par rapport aux grandes valeurs, de 19,8 % en termes de PER prévisionnel, alors qu'elles bénéficiaient historiquement d'une prime de 11 %.

## Vif intérêt des investisseurs pour les sociétés aurifères

Le cours de l'or a de nouveau franchi des plus hauts historiques en avril, l'once flirtant avec les 3500 \$, mardi 22 avril. Le discours de Trump sur les tarifs douaniers et ses attaques contre Jerome Powell, président de la Réserve fédérale, la baisse du dollar et les craintes de récession économique renforcent l'attractivité du métal précieux. «Il y a une vraie lame de fond sur les achats d'or, qui a commencé avant l'élection de Trump et s'est accélérée. Elle est portée par la demande des banques centrales, notamment celles des pays émergents. En 2024, elles ont acheté plus de 1000 tonnes d'or et elles ont continué à le faire depuis le début de l'année afin de dédollariser leurs économies et diversifier leurs réserves de change. La mise en place de tarifs douaniers ne fait qu'accroître ce besoin de dédollarisation. A cela s'ajoute la demande d'investissement de petits porteurs, souvent dans ces pays émergents, pour faire face au risque monétaire dans leur pays», explique Charlotte Peuron, gérante du fonds CM-AM Global Gold chez Crédit Mutuel AM. Cette évolution du cours de l'or profite aux mines d'or cotées



en Bourse. «La corrélation de court terme et de long terme est à peu près à 0,7 fois entre un panier de sociétés aurifères et l'or. Quand le prix de l'or augmente, trimestre après trimestre, et que la base de coûts est bien maîtrisée, qu'elle ne progresse pas, voire même pour certaines sociétés qu'elle baisse grâce au repli des prix de l'énergie, les marges s'améliorent significativement».

Comme les investisseurs sont globalement convaincus que le prix de l'or va rester élevé, ils investissent aussi dans les sociétés aurifères pour bénéficier de cet effet de levier opérationnel qu'on ne peut pas avoir en achetant un ETF ou un lingot. Les flux sur le secteur sont assez importants actuellement. «Dans les prochaines semaines, les sociétés productrices vont publier leurs résultats trimestriels et il nous semble que les niveaux du prix de l'or ne sont pas totalement intégrés dans les prévisions des analystes. Ils vont devoir les revoir à la hausse et ajuster mécaniquement leurs objectifs de cours. Les sociétés aurifères sont dans une phase très propice. On n'est pas à la fin du cycle, et une extension des multiples de valorisation ne serait pas choquante. Même si certaines sociétés sont un peu chères, le secteur conserve du potentiel», conclut Charlotte Peuron. ■

## NOUVEAUTÉS



### OBLIGATIONS

**BFT IM enrichit sa gamme de fonds à échéance avec le lancement de BFT Rendement 2030 Climat.** Il est composé d'obligations d'entreprises investment grade et high yield (obligations notées entre BB+ et B-, dans la limite de 50%). Ce portefeuille repose sur le suivi régulier de son intensité carbone qui doit être en permanence inférieure de 30% à celle de son univers de référence et suivre une trajectoire de décarbonation jusqu'en 2030. Le fonds reste ouvert aux souscriptions et rachats quotidiennement.

**Amundi lance également un nouveau fonds à échéance : Amundi**

**Buy & Watch High Yield 2029.** Il se concentre sur les obligations européennes à haut rendement d'une maturité maximale de cinq ans, principalement notées BB.



### ACTIONS

**M&G Investments propose un nouveau fonds investi dans les actions chinoises baptisé M&G (Lux) China Fund.** La stratégie d'investissement est centrée sur un univers d'environ 300 actions chinoises, constitué au fil des années grâce à une analyse et une recherche d'investissement rigoureuses. L'équipe adopte une approche de sélection de titres bottom-up, à forte conviction, qui s'appuie sur sa connais-

sance approfondie, son réseau d'entreprises et ses contacts dans la région. Le fonds détient entre 50 et 80 actions et se concentre sur les sociétés de qualité présentant des bilans solides, des flux de trésorerie durables et des valorisations attrayantes.

**Vontobel a lancé le fonds European Equity Income Plus.** Il investit dans un portefeuille d'actions européennes de qualité et à dividendes élevés, dans le but de générer un revenu combiné à une croissance du capital, par rapport à l'indice MSCI European Economic and Monetary Union (EMU) Net Total Return EUR. Le fonds applique des stratégies d'options, principalement par la vente d'options d'achat sur des actions individuelles, afin de générer une source de revenus diversifiée en plus des dividendes.



## Per Einar Ellefsen, CEO et cofondateur, Amundsen Investment Management

### Pouvez-vous nous présenter Amundsen ?

Avec Gautier Rousseau, nous avons fondé la société de gestion, basée en France et en Norvège, en 2021. Nous avons tous les deux travaillé pour le fonds souverain norvégien où j'ai, entre autres, été responsable du portefeuille actions indiciel tandis que mon associé était responsable de l'activité equity capital markets, donc des investissements dans les introductions en Bourse (IPO), les cessions de bloc, les augmentations de capital... Peu de gérants participent à des introductions en Bourse pour diverses raisons : un historique trop court de résultats, une méfiance vis-à-vis des fonds de private equity qui cèdent leurs participations, ou une méconnaissance du business et/ou du management. Nous avons vu dans cette faible participation à un mécanisme fondamental du marché des capitaux une opportunité de créer un asset manager spécialisé dans l'investissement et l'accompagnement des sociétés s'introduisant en Bourse.

### Comment travaillez-vous ?

Nos analystes passent 80 % de leur temps sur des dossiers de sociétés non cotées. Nous sommes très impliqués en amont des introductions en Bourse. Nous identifions parfois des sociétés en croissance qui feraient de bonnes candidates à la Bourse, que nous contactons, ou alors ce sont des banques ou des fonds de private equity qui viennent nous voir avec leurs dossiers. Cela leur permet de connaître la perception du projet par des investisseurs qui pourront jouer un rôle structurant au moment de la transaction. L'équipe a un pipeline identifié de plusieurs centaines de sociétés qui pourront être des candidates à la Bourse un jour. C'est un atout pour Amundsen : les roadshows d'IPO durent deux à trois semaines, il est donc difficile pour un gérant de se forger une conviction sur un dossier quand il n'a jamais rencontré la société au préalable. Pour nous, c'est plus simple, car nous avons déjà travaillé en amont sur la valorisation, et quand la transaction est lancée, nous savons déjà quel prix nous sommes prêts à payer. Une fois l'IPO terminée, Amundsen reste investi et va suivre le développement de la société en participant à certaines transactions comme des cessions de blocs d'actionnaires historiques ou des augmentations de capital si nécessaire.

### Comment évitez-vous les biais de taille et de secteurs ? Le gisement se renouvelle-t-il suffisamment ?

Si l'on se réfère uniquement à la France, le marché des IPO ne semble pas très dynamique. En 2024, il n'y a eu que deux introductions en Bourse, mais c'était des opérations de qualité. Notre fonds a un biais européen, mais nous sommes aussi très actifs partout dans le monde, avec des sollicitations pour participer à des opérations au Japon, au Moyen-Orient et aux Etats-Unis. Nous ne partageons pas du tout l'idée que le gisement de sociétés cotées va s'appauvrir. Au contraire, nous pensons que le marché coté est une destination nécessaire au développement de beaucoup de sociétés qui dépassent une certaine taille. Les sociétés en portefeuille ont, en général, des capitalisations boursières supé-

### « Nous allons lancer un fonds de private equity. »

rieures à 2 Md€ et, à ce niveau-là, il n'y a pas beaucoup d'acheteurs dans le monde. De plus, lorsqu'elles sont détenues par des fondateurs qui souhaitent lever des capitaux tout en conservant le contrôle, la Bourse reste la meilleure option de long terme comparée à une cession à un fonds qui peut changer complètement la gouvernance. En ce qui concerne les biais sectoriels, ils sont effectivement très marqués aux Etats-Unis où 80 % des IPO concernent les secteurs de la tech ou de la biotech. A l'inverse, l'Europe est un marché très diversifié avec de la tech également, mais aussi de l'industrie, de la santé, des financières... Notre portefeuille ne sera donc jamais investi à 100 % dans la thématique du moment. D'autant que nous participons également aux cessions de blocs ou à des augmentations de capital. Aujourd'hui, notre fonds est exposé aux deux tiers à des valeurs européennes et à des sociétés dont la capitalisation boursière se situe entre 2 et 5 Md€. Le portefeuille, qui compte environ 60 valeurs, a un fort taux de rotation annuelle, ce qui le distingue de la majorité des fonds de mid & small caps. L'arrivée de nouveaux dossiers nous oblige à rester en permanence à l'affût de nouvelles idées d'investissement.

### Qui sont vos clients ?

Nous avons démarré avec un petit groupe d'investisseurs institutionnels américains, anglais et nordiques qui sont investis dans notre fonds ou pour qui nous gérons quelques mandats significatifs sur cette stratégie. Nous ne communiquons pas le montant total de nos encours, mais nous avons une collecte régulière. Nous avons récemment recruté une personne pour accélérer notre développement dans nos principaux marchés avec le souhait d'élargir notre base de clients aux banques privées et family offices.

### Quelles sont vos ambitions à moyen terme ?

Nous allons continuer à capitaliser sur notre savoir-faire en matière d'IPO, car c'est ce qui nous distingue de nos concurrents, mais en nous positionnant encore un peu plus en amont. Nous envisageons de lancer un fonds de private equity qui investira dans des entreprises en pré IPO, l'idée étant d'identifier celles qui ont les meilleures caractéristiques pour réussir cette étape. Ce lancement, prévu début 2026, pourrait s'accompagner de quelques recrutements d'analystes. Amundsen compte aujourd'hui huit personnes et devrait doubler la taille de ses effectifs d'ici cinq ans. Nous voulons conserver notre ADN entrepreneurial et garder notre focus sur un travail de qualité des dossiers. ■

Propos recueillis par Catherine Rekek



LIRE  
L'INTEGRALITE  
DE  
L'INTERVIEW  
SUR  
fundsmagazine.fr

# SCPI : un marché ultra-polarisé

Alors que les rendements 2024 viennent d'être communiqués, la dispersion apparaît plus flagrante que jamais. Plus largement, le marché semble faire le grand écart entre, d'un côté, des SCPI récentes et avides d'investissements et, de l'autre, des supports englués dans une crise qui peine à se résorber.

**C**est une course contre la montre qui s'est engagée chez les gérants de SCPI (sociétés civiles de placement immobilier). Alors que le marché immobilier se ranime progressivement, les investisseurs particuliers restent frileux : le marché a été divisé par trois entre le pic de 2019 et 2024, où la collecte nette s'est élevée à 3,5 Md€ selon l'Aspim. De

plus, les cartes ont été totalement rebattues avec une collecte acaparée par une poignée de gestionnaires, dont certains ne figureraient même pas dans ce classement quelques années auparavant. «L'an dernier, 10 sociétés ont collecté plus de 100 M€ sur les 53 qui forment le marché», analyse Jean-Marie Soulier, président de Sogenial Immobilier. Une autre dizaine est en collecte nulle ou négative... Il faut en outre compter avec les 19 nouveaux fonds lancés courant 2024, désireux de se faire une place au soleil. Il y a pourtant urgence à attirer de l'argent frais pour investir avec des niveaux de rendements élevés et ainsi reluer les portefeuilles anciens et engranger un maximum de rendement futur... avant que la situation se normalise. Ainsi, l'an dernier, Sofidy a investi

600 M€ à un niveau moyen de + 8,4 %. «Le marché reste très propice aux bons investissements», assure Jérôme Grumler, directeur général délégué de Sofidy. Même constat pour Faïz Hebbadj, président de Norma Capital, pour qui le marché recèle encore de belles opportunités. «Nous devrions voir l'offre de biens à céder s'étoffer un peu cette année, car les vendeurs qui n'étaient pas pressés vont enfin mettre leurs actifs sur le marché», anticipe-t-il.

## Des rendements (trop) alléchants

Pour attirer les capitaux, les SCPI en capacité de le faire se sont engagées dans une véritable guerre des rendements, avec des taux à deux chiffres pour certains nouveaux produits. «Les SCPI avec un taux de distribution inférieur à 6 % peinent à collecter actuellement, et même au-delà de 6 %, toutes ne collectent pas à la hauteur des enjeux», constate Vincent Danis, fondateur de Savinianne, société de conseil financier et immobilier. Pour afficher ces résultats faramineux, elles ont utilisé différents leviers, plus ou moins artificiels, à commencer par annualiser un taux servi sur quelques mois uniquement. Autre paramètre : le délai de jouissance, fixé à six mois pour la plupart des nouvelles SCPI, alors qu'elles peuvent investir beaucoup plus rapidement. «Un premier taux doit être analysé avec beaucoup de prudence, reconnaît Jérôme Grumler. Lors du lancement d'un nouveau véhicule, vous pouvez générer une performance avant même d'avoir à servir un dividende, grâce au délai de jouissance. Sur notre nouvelle SCPI Sofidynamic, nous aurions pu monter à + 30 % si nous avions voulu, mais ensuite il faut s'interroger sur la pérennité de ce niveau de rendement dans le temps.» Des pratiques qui ont suscité l'ire de l'Autorité des marchés financiers, rappelant à l'ordre les sociétés de gestion, mais aussi les distributeurs. «Il n'est, par exemple, pas autorisé de communiquer sur la performance d'une SCPI ayant moins de 12 mois d'historique», a rappelé le régulateur dans une communication du 12 mars. «Nous nous battons pour afficher les meilleurs taux de distribution, mais en gardant un discours professionnel, commente Jean-François Chaury, directeur général de Advenis REIM. Sur Eden, notre nouvelle SCPI, nous ciblons 6,5 % de rendement en rythme de croisière et nous estimons que la stratégie d'investissement ne nous permet pas d'aller beaucoup plus haut. Au-delà, il y a un risque supplé-



« Lors du lancement d'un nouveau véhicule, vous pouvez générer une performance avant même d'avoir à servir un dividende, grâce au délai de jouissance. »

**Jérôme Grumler,**  
directeur général délégué  
de Sofidy



## Inquiétudes sur les taux de distribution

Pis, certaines d'entre elles risquent de se trouver confrontées à une baisse de la distribution. Ainsi, dans le dernier bulletin trimestriel de la SCPI Sélectinvest 1, La Française REM met en garde les porteurs de parts sur des acomptes de distribution en baisse, « qui, en fonction des ressources de la SCPI et des cessions réellement actées, pourront être complétés en fin d'année par un versement complémentaire de plus-values », précise la documentation. Un aléa qui écorne l'image des SCPI comme produits de rendement. « Cela fait partie du contrat moral des SCPI de distribuer un dividende stable, notamment pour les porteurs qui ont investi à crédit », estime Vincent Danis.

Certains de ces véhicules sont en effet confrontés à une double problématique avec une collecte à l'arrêt et une charge d'intérêt en hausse. Quant aux loyers, s'ils continuent de rentrer, les SCPI exposées aux bureaux doivent parfois faire face à des négociations serrées lors du renouvellement des baux. Dans ce contexte, réduire les programmes de travaux est un pari risqué. « Il peut être tentant de réduire les dépenses d'exploitation et d'investissement au profit de la distribution, mais il nous paraît important de les maintenir, y compris celles en faveur du verdissement des immeubles, pour valoriser les biens sur le long terme, qui est l'horizon de placement naturel de l'immobilier », pointe Eric Cosserat, président de Perial.

Pour ces acteurs, la gestion du patrimoine immobilier restera un axe fort pour 2025, avec pour objectif de repositionner les portefeuilles afin d'être plus en phase avec les attentes du marché et dégager des liquidités. « Nous avons actuellement un taux de rotation du portefeuille plus élevé que par le passé, rapporte Eric Cosserat. Nous ciblons deux objectifs : dégager des plus-values pour stabiliser les valeurs d'expertise et céder les immeubles obsolètes. » Pour les SCPI le plus en difficulté, ces liquidités seront utilisées pour réduire l'endettement et offrir une porte de sortie aux porteurs de parts en attente. ■

Aurélie Fardeau

mentaire embarqué, avec des baux courts, des emplacements de moindre qualité qui entraînent un risque de vacance plus important, etc. » Autre point de vigilance : la hausse faciale des rendements des sociétés civiles ayant baissé leur prix de part.

Pour pallier une collecte limitée, certaines SCPI solides envisagent même de recourir à un endettement plus massif. « Nous allons augmenter l'effet de levier sur Vendôme Régions afin de profiter des conditions extraordinaires de marché et diversifier le patrimoine de la SCPI, relate Faïz Hebbadj. Nous visons ainsi à investir 500 M€ cette année en combinant la collecte, de la dette et du co-investissement. »

Mais bien sûr, tous les véhicules ne sont pas dans la même dynamique, le marché étant extrêmement polarisé. Depuis le début de l'année, La Française REM, Swiss Life AM, Praemia REIM et Amundi ont annoncé de nouvelles baisses de prix de parts pour une douzaine de supports au total, confrontés à des baisses des valeurs d'expertises fin 2024 plus sévères qu'attendues. « La plupart des classes d'actifs sont en cours de stabilisation, à l'image de la santé qui n'évolue plus à la baisse depuis deux à trois trimestres, mais c'est encore incertain pour le bureau, où l'offre demeure excédentaire, évoque Marc Bertrand, président du directoire de Praemia REIM France. Il existe toutefois des situations très contrastées, avec une vacance frictionnelle dans Paris intra-muros alors qu'elle atteint un niveau très important en seconde couronne. »

## LE MARCHÉ SECONDAIRE S'ORGANISE

Pour apporter de la liquidité au marché, des plateformes se sont créées afin de mettre en relation vendeurs et acquéreurs désireux de réaliser des transactions de gré à gré, à l'instar de 2ndmarket.fr et de vendremaspci.com. Le principe est le suivant : les vendeurs rédigent leur annonce en précisant le nom de leur SCPI, le nombre de parts à céder et le prix qu'ils en désirent. « Les vendeurs sont totalement autonomes dans la fixation du prix, mais ils doivent proposer une décote et donc un rendement intéressant pour attirer des acqué-

reurs », souligne Thuily Abecassis, cofondatrice de 2ndmarket.fr. Le juste prix dépend du véhicule. « Une décote de 10 à 15 % en dessous de la valeur de retrait est attractive sauf pour certaines SCPI sinistrées qui peinent à se vendre, quel que soit le prix proposé », précise Zakaria El Gharbi, cofondateur de Maekn, la société éditrice de vendremaspci.com. Ensuite, l'offre de ces deux acteurs diffère. La première se présente comme une simple plateforme de petites annonces, les transactions se déroulant ensuite chez des notaires

partenaires. Sur la seconde, le processus est totalement internalisé. « Nous passons des conventions avec les sociétés de gestion pour les impliquer, explique Zakaria El Gharbi. Nous leur demandons de nous fournir leurs parcours de gré à gré afin de générer les documents adéquats et ensuite elles valident que les acheteurs sont habilités et que les vendeurs sont bien détenteurs des parts. » Dans tous les cas, il faut anticiper des droits de mutation de 5 % à régler au Trésor public ainsi que les frais de la plateforme.

# Les AMC, ces ovnis financiers qui intéressent le marché français

Encore confidentiels en France, les certificats à gestion active (AMC) commencent à faire parler d'eux. A mi-chemin entre fonds et produits structurés, ils séduisent par leur souplesse, leur coût réduit et leur rapidité de mise en œuvre. Mais leur singularité soulève aussi des questions réglementaires, auxquelles s'attelle l'AMF.

**C'**est un produit dont on pourrait entendre parler dans les prochaines années. Très usités en Suisse, les certificats à gestion active ou Actively Managed Certificates (AMC) sont encore peu connus en France. Pourtant, de nombreux acteurs étudient ces supports hybrides, qui offrent une grande souplesse. «Les

AMC sont des titres de créance structurés qui connaissent ces dernières années un essor de popularité en Europe, et notamment en France où l'on note un fort intérêt sur le sujet de la part d'acteurs bancaires, indique Damien Luqué, avocat associé chez BCLP. Ces produits structurés ont la particularité de se trouver à mi-chemin entre un fonds d'investissement et un titre de créance structuré, puisque le sous-jacent d'un AMC consiste en un panier d'actifs ou un indice, lequel peut voir sa composition modifiée discrétionnairement en cours de vie du produit.» Ces certificats peuvent traiter d'une grande variété de sous-jacents, allant des actions aux fonds de droit étranger en passant par l'or, les produits structurés, les cryptos, ou encore des obligations.

Pour les gérants d'actifs, ces produits offrent une grande facilité de mise en œuvre, comme l'explique Roni Michaly, président de Galilee Asset Management, qui a lancé l'an dernier quatre AMC thématiques. «Nous avons tout d'abord conçu des indices thématiques – regroupant les 50 valeurs les plus fréquemment observées dans les fonds de la thématique en question –, puis nous avons créé des certificats dessus, relate ce dernier. Constituer un AMC est plus facile que de lancer un fonds, car ces instruments ne nécessitent ni dépositaire ni valorisateur. En outre, toute la partie administrative est réalisée en interne par la banque émettrice.» Ce qui implique aussi des délais de lancement bien moindres que dans le cas d'un fonds traditionnel. Le coût de création est lui aussi bien inférieur. En effet, là où il faut compter 30 à 40 000 € de coûts fixes pour la création d'un fonds, l'émetteur de l'AMC prélève environ 1 % de frais sur les encours.

## Une alternative dans le cadre de la RIS ?

Ces trackers sont cotés en continu, ce qui leur confère le même atout qu'un ETF pour les investisseurs, et le sous-jacent peut être révisé régulièrement, ce qui procure à l'instrument sa dimension active. «Nous avons opté pour un rebalancement trimestriel de nos indices, mais, en théorie, ce pourrait être toutes les semaines», pointe Roni Michaly. Côté frais de gestion, différentes pratiques peuvent exister. «Nous avons voulu rester compétitifs par rapport

à des ETF, avec des frais de gestion annuels de 0,60 %, sans rétrocessions, commercialisés dans des mandats au sein de contrats d'assurance vie luxembourgeois», indique Roni Michaly. Mais il est possible de prévoir une rémunération pour une entité chargée de conseiller les rebalancements du sous-jacent.

Si les AMC suscitent l'intérêt, c'est aussi lié au calendrier européen s'agissant de la Retail Investment Strategy (RIS). «En effet, la proposition de directive Omnibus RIS publiée par la Commission européenne en mai 2023 prévoit, lors de la fourniture de conseils à un client de détail, l'obligation pour l'intermédiaire ou l'entreprise d'investissement de lui proposer des solutions de substitution, plus simples et moins coûteuses, commente Sacha Tartarin, avocat à la cour chez BCLP. Plusieurs acteurs de l'industrie des produits structurés se demandent si les AMC pourraient être un moyen de se conformer à cette obligation.» Mais la dimension hybride de ce support soulève quelques questions quant à sa gestion et sa distribution. «Cette faculté pour le sous-jacent d'être géré activement, sans qu'il soit nécessaire de recueillir l'accord des investisseurs finaux, n'a pas manqué d'attirer l'attention de l'Autorité des marchés financiers», pointe Damien Luqué. Cette dernière a d'ailleurs publié une recommandation en octobre dernier, partant du constat qu'un nombre croissant d'acteurs (banques privées, CIF, sociétés de gestion) souhaitent développer cette activité, que ces instruments revêtent un fort niveau de complexité, et que les AMC «ne disposent pas de tous les éléments de protection dont bénéficient les organismes de placement collectifs». Elle vise à mieux encadrer la distribution de ce produit à des clients non professionnels.

L'AMF recommande notamment de réserver ces produits à des clients disposant du niveau de connaissance et d'expérience le plus élevé. Elle souligne aussi l'importance de bien informer les souscripteurs, tant sur la composition du sous-jacent et son évolution que sur les frais de l'instrument. Elle s'attarde en particulier sur les coûts de rebalancement, qui doivent être estimés ex ante. Enfin, la recommandation rappelle que ce n'est pas le sous-jacent qui détermine si l'AMC est un instrument financier complexe (entrant dans le champ d'application de la position AMF DOC-2010-05), mais le fait qu'ils puissent être rebalancés plus d'une fois par an et qu'ils détiennent un élément de complexité additionnel comme, par exemple, des frais de rebalancement déduits de la valeur de l'AMC. Enfin, les professionnels sont invités à n'inclure dans leur offre que des AMC dont la composition du sous-jacent est déterminée par une société de gestion. ■

Aurélie Fardeau



## ACTUALITÉS

### ● Amundi enrichit son offre sur les actions américaines avec le lancement d'un ETF AMUNDI S&P 500 EQUAL WEIGHT ESG LEADERS UCITS.

L'ETF réplique l'indice S&P 500 Equal Weight, composé des 500 mêmes valeurs que l'indice S&P 500 traditionnel, tout en attribuant à chaque entreprise une pondération identique, indépendamment de sa capitalisation boursière. Cette approche permet aux investisseurs de capter le potentiel de croissance du marché américain tout en limitant le risque de concentration.

● Surfant sur l'intérêt pour le secteur de la défense européenne, **WisdomTree propose un nouvel ETP à effet de levier : le WisdomTree STOXX Europe Aerospace & Defence 3x Daily Leveraged ETP (3EDF)**. Cette stratégie, qui offre une exposition quotidienne à effet de levier de x3 à l'indice STOXX Europe Total Market Aerospace & Defence Net Total Return, fait suite au lancement du fonds WisdomTree Europe Defence UCITS ETF (WDEF) en mars 2025.

● **En partenariat avec DBi, iM Global Partner a lancé un fonds UCITS ETF de managed futures.** L'iMGP DBi Managed Futures Ex-Commodities Fund R USD UCITS ETF n'a aucune exposition directe aux matières premières, contrairement à la plupart des fonds de managed futures. Cette stratégie alternative vise à apporter une diversification intéressante dans un portefeuille.

● **Janus Henderson capitalise sur son expertise sur les CLO en proposant un nouveau produit aux investisseurs européens : le Janus Henderson Tabula USD AAA CLO UCITS ETF (JAAA LN).** Il investira principalement dans des CLO notés AAA en USD et, de façon tactique, dans des CLO notés AAA en euros, en couvrant l'exposition au risque de change par rapport à l'USD.

## 3 questions à... Claire Bourgeois, associée gérante chez Alpha Conseils Co.

**Les ETF sont parmi les solutions d'investissement que vous proposez systématiquement à vos clients. Pourquoi ?**

Après 25 années d'expérience sur les marchés financiers, j'ai fait le choix, en 2024, d'ouvrir un cabinet de gestion de patrimoine avec une conviction forte : fournir des conseils indépendants au sein de MiFID II avec une rémunération uniquement en honoraires, et donc sans rétrocessions ni commissions. Cette stricte indépendance vis-à-vis des fournisseurs de solutions d'investissement, encore peu répandue en France, me permet de proposer, dans la durée, des conseils sans biais, alignés avec les objectifs et le profil de risque de mes clients. Dès lors, deux types de supports s'imposent : les ETF et les clean shares. Lors de la réalisation d'un rapport d'adéquation, qui permet de démontrer que le conseil apporté correspond aux objectifs et au profil de risque du client, les ETF ressortent souvent comme l'enveloppe présentant le meilleur potentiel risque/performance nette. Des études démontrent d'ailleurs la difficulté de la très grande majorité des fonds de gestion active à battre leurs indices de référence dans la durée. N'oublions pas que, sur le long terme, les frais peuvent diviser par deux la performance d'un portefeuille.

**Dans quels cas optez-vous pour des clean shares ?**

Les ETF restent imbattables en matière de frais,

mais également en termes de transparence, de liquidité et de diversification. L'offre est également très riche et continue à s'étoffer. Mais les fonds clean share peuvent jouer un vrai rôle pour construire une allocation cœur-satellite dans le cadre d'une stratégie patrimoniale, surtout sur des classes d'actifs ou des zones géographiques difficilement répliquables comme les small caps ou les marchés émergents. Je sélectionne également des clean shares sur des stratégies diversifiées balanced, car le savoir-faire du gérant reste essentiel pour générer de la performance. Même si les clean shares sont accessibles aux particuliers, elles ne sont pas encore très répandues dans l'assurance vie française, contrairement aux contrats luxembourgeois.

**Vos clients sont-ils déjà familiers avec les ETF ?**

Le métier de conseil financier repose sur la pédagogie, et ce, à toutes les étapes de l'accompagnement des clients. Expliquer le fonctionnement et leur rôle, sur le long terme, des ETF dans une allocation d'actifs est donc souvent nécessaire. Mais en proposant des ETF répliquant des indices larges et diversifiés, émis par des fournisseurs bien établis, le client perçoit très facilement leur bénéfice coût-performance nette sur le long terme. ■

Propos recueillis par Carole Leclercq

### ETF actions internationales : la collecte résiste, mais un retournement de tendance se dessine

Nom de l'ETF	Code ISIN	Société de gestion	Collecte Ytd	Encours	Notation Morningstar
<b>Top 5</b>					
iShares Core MSCI World ETF	IE00B4LSY983	iShares	4 037 808 301	88 060 256 255	★★★★★
Vanguard FTSE All-World UCITS ETF	IE00B3R8W25	Vanguard	2 684 617 971	32 169 084 666	★★★★
Xtrackers MSCI World ETF	IE00BJOKDQ92	Xtrackers	1 014 478 215	17 030 028 602	★★★★★
iShares MSCI ACWI ETF	IE00B6RS2259	iShares	993 848 943	16 102 331 826	★★★★
Xtrackers MSCI World ex USA ETF	IE0006WW1TQ4	Xtrackers	903 716 440	1 352 236 927	★★★★★
<b>Flop 5</b>					
Xtrackers ESG MSCI World UCITS ETF	IE00B202LR44	Xtrackers	- 819 097 707	5 630 742 897	★★★★
iShares MSCI World SRI ETF	IE00BDZTMS54	iShares	- 360 436 393	8 322 947 394	★★★
Amundi MSCI Wld SRI Clmt Prs Algd ETF	IE000Y77LGG9	Amundi	- 233 693 537	3 152 156 306	★★★
Amundi MSCI World ESG Leaders ETF	IE00016PSX47	Amundi	- 174 490 020	1 797 654 024	★★★★
UBS ETF MSCI World Selection ETF	IE000TG1LGI4	UBS	- 171 744 492	480 632 004	★★★★

« A fin mars, l'indice MSCI World était en recul de 5,7 % en euros, une chute qui s'est accélérée sur la 1<sup>re</sup> moitié du mois d'avril. Pour autant, dans ce contexte, la collecte des catégories Morningstar actions internationales est, pour l'instant, restée positive sur le 1<sup>er</sup> trimestre. Néanmoins, un renversement de tendance semble à l'œuvre. La collecte a nettement ralenti au mois de mars avec des entrées nettes de 6,7 Md€, un niveau trois à quatre fois inférieur aux chiffres de janvier et février », observe Mathieu Caqueneau, responsable de la recherche sur les fonds actions. Alors que le retournement des marchés actions mondiaux ne s'est pas encore traduit par des sorties massives des fonds, les ETF actions internationales qui suivent le MSCI World ont continué d'attirer des flux importants. Les produits leaders sur ce compartiment de marché, comme le iShares Core MSCI World ou le Vanguard FTSE All-World UCITS, ont amassé respectivement 4 et 2,7 Md€ de collecte depuis le début de l'année. Signe de défiance à l'égard du marché des actions américaines : l'ETF Xtrackers MSCI World ex USA compte parmi les plus fortes collectes sur le 1<sup>er</sup> trimestre et a plus que doublé ses encours. Parmi les plus fortes décollectes, on retrouve uniquement des ETF avec un focus ESG. Cette tendance confirme l'arbitrage des investisseurs vers des indices traditionnels.

# LES TABLES RONDES

## Obligations convertibles : quels moteurs de performance en 2025 ?

Longtemps mal aimées des investisseurs, les obligations convertibles (OC) ont fini de manger leur pain noir l'an dernier : l'hémorragie de flux semble terminée et le marché primaire a retrouvé une belle dynamique.

- Durant la période de turbulences occasionnées par les volte-face de Trump en matière de droits de douane en avril, comment s'est comportée la classe d'actifs ?
- Comment devrait évoluer le marché primaire en 2025 ?
- Quels sont les principaux facteurs de soutien de la classe d'actifs et ses atouts ? Quels sont les risques identifiés ?
- Les OC sont-elles un bon véhicule pour jouer la décote des actions européennes ? Une alternative pour profiter d'un potentiel rebond des mid & small caps sur le long terme ?
- Faut-il privilégier une approche régionale ou globale ?

**Entre le 4 et le 10 avril, les marchés financiers ont connu un épisode de forte volatilité, les Bourses mondiales ayant enregistré des baisses significatives après les annonces de Trump sur les tarifs douaniers. Comment se sont comportées les obligations convertibles durant cette période ? Quels enseignements peut-on en tirer ?**

### Nicolas Schrameck

Cette période a été très intéressante à observer, car les obligations convertibles ont offert une vraie protection face à la baisse des marchés actions, contrairement à ce qui s'était passé en 2022, année durant laquelle la classe d'actifs n'avait pas pleinement joué son rôle. Désormais, les obligations convertibles ont retrouvé plusieurs moteurs de performance : la remontée des taux, qui permet d'avoir de nouveau des rendements positifs, et une bonne diversification dans

sa composante actions. Là encore, contrairement à 2022, il n'y a plus cette suprématie des 7 Magnifiques qui, après avoir tiré la performance des marchés, pénalise plutôt le marché avec des flux sortants importants. Les convertibles offrent une bonne diversification par rapport aux actions. Au 7 avril, après 2 séances boursières de forte baisse, l'indice des convertibles affichait un repli de 4 % depuis le début de l'année contre - 12 % pour les marchés actions. La classe d'actifs n'a donc subi que 30 % de la baisse, retrouvant ainsi son fonctionnement historique.

### Antoine Lesné

L'année a également débuté avec des delta (sensibilité aux actions) relativement équilibrés (autour de 45), alors qu'en 2022 ils étaient très élevés notamment pour les émetteurs américains (près de 65 et plus), le gisement incluant de nombreuses sociétés qui avaient réussi,

## Les intervenants



**Benjamin Schapiro,**  
gérant de portefeuille  
senior,  
UBP Asset Management  
(France)



GRUPE UNION BANCAIRE PRIVÉE



**Antoine Lesné,**  
responsable stratégie  
et recherche  
SPDR ETF EMEA,  
State Street Global  
Advisors

**STATE STREET** GLOBAL  
ADVISORS



post covid, à se financer à des valorisations des sous-jacents qui ont continué à monter fortement. Début 2025, le gisement a toujours un biais mid & small caps avec un peu de large caps, mais les grands noms qui ont porté la performance du marché actions ne sont pas ou plus dans l'indice (Tesla, par exemple). D'où un niveau de valorisation, si on prend juste les delta, relativement équilibré. En constatant que les convertibles délivraient leurs promesses, à savoir capter 60 % de la hausse des marchés actions et subir 30 à 40 % de la baisse, les investisseurs ont manifesté de l'intérêt pour la classe d'actifs ces derniers jours.

### **Benjamin Schapiro**

Rappelons que les convertibles ont trois moteurs principaux de performance : les actions, les taux (y compris les spreads de crédit) et la volatilité. En 2022, toutes les classes d'actifs ont fini dans le

rouge en raison de différents facteurs sur lesquels je ne reviendrai pas. Aujourd'hui, nous retrouvons un fonctionnement plus classique de la classe d'actifs dans des marchés stressés : les marchés actions baissent et la capacité des convertibles à ne pas subir toute cette baisse s'explique par le niveau de delta, mais aussi par le bon comportement des deux autres moteurs de performance qui, dans des marchés stressés, vont plutôt aller dans le bon sens. Autrement dit, quand le marché s'inquiète de phases de récession, les taux sont plutôt orientés à la baisse, car il anticipe des interventions des banques centrales dans ce sens. Ce que nous avons vu sur les taux américains depuis quelques semaines, jusqu'au point bas du 4 avril. Enfin, dans des phases comme celles-ci, la volatilité de marché augmentant fortement, on intègre dans la composante optionnelle des convertibles des niveaux de volatilité projetée plus élevés. Cela fait monter le prix de la partie optionnelle et donc celui de la convertible dans son ensemble. Les volatilités réalisées sont beaucoup plus élevées ces derniers jours et sont en train d'être valorisées dans les options. Cet aspect ajouté à l'évolution des taux contribue à ce que les convertibles bénéficient, en 2025, d'un effet coussin dans un marché baissier, ce que nous n'avions effectivement pas vu en 2022 du fait de conditions exceptionnelles.

### **Nicolas Schrameck**

Avec le niveau des taux actuels, les investisseurs s'intéressent de nouveau à l'allocation traditionnelle 60 % actions/40 % obligations. Or, historiquement, les convertibles amènent un surplus de performance par rapport à ce type d'allocation.



**Nicolas Schrameck,**  
responsable  
convertibles & crédit,  
Ellipsis AM



**Les périodes comme celle que nous avons connue début avril, avec une baisse assez marquée sur les marchés actions, conduisent-elles les investisseurs à reconsidérer la classe d'actifs justement pour son rôle d'amortisseur de la baisse ?**

#### Nicolas Schrameck

Les investisseurs reconsidèrent la classe d'actifs après les bonnes performances affichées en 2023 et en 2024. C'est la combinaison entre le comportement positif de la classe d'actifs et la contribution des différents moteurs de performance des convertibles qui séduit les investisseurs. Prenons l'exemple de 2024 : la performance des convertibles vient pour moitié de la partie obligataire, pour un quart de la partie actions et un quart de l'asymétrie, de la composante optionnelle. Quand on peut expliquer pourquoi la classe d'actifs se comporte bien par rapport aux actions et aux obligations et en quoi elle apporte de la diversification dans un portefeuille, on redonne confiance aux investisseurs.

#### Benjamin Schapiro

La période 2021/2022 a créé un choc de confiance des investisseurs sur cette classe d'actifs. Il a donc fallu un peu de temps pour reconstruire un track record plus favorable. Ce qui suscite surtout l'intérêt des clients, c'est la capacité des obligations convertibles à démontrer un comportement favorable dans des phases de marché très différentes, à la hausse comme à la baisse. Durant le rallye de fin d'année, la classe d'actifs s'était bien comportée et elle en a fait de même récemment dans une phase de forte baisse. Cet enchaînement des séquences devrait favoriser le retour des flux.

#### Antoine Lesné

Les investisseurs sont en partie revenus sur la classe d'actifs dans la période durant laquelle les performances obligataires n'étaient pas au rendez-vous sauf si on avait une exposition à des stratégies de portage et à du high yield. Durant cette période, les obligations convertibles, dont l'univers n'est pas celui du haut rendement mais plutôt du crossover, ont surperformé la plupart des indices obligataires. À l'origine des flux, il y avait deux types d'investisseurs : ceux pour qui la classe d'actifs est structurellement dans leur allocation d'actifs et, dans les ETF en particulier, ceux qui ont alloué de façon tactique en juin dernier et après l'élection de Trump. Pour ceux qui ont une approche tactique, nous avons constaté quelques sorties

en mars. Depuis début avril, on voit vraiment une attractivité de la classe d'actifs, qui s'en sort bien dans un mouvement d'incertitude. Cette incertitude devrait perdurer, offrant un contexte favorable à ses trois moteurs de performance.

#### Vous avez donc constaté un retour des flux ?

#### Nicolas Schrameck

Nous avons constaté, depuis le début de l'année, un timide retour des flux. Les investisseurs sont toujours dans une phase d'attente, raison pour laquelle le bon comportement de la classe d'actifs dans la récente correction des marchés est important pour achever de les convaincre. Nous avons surtout des discussions avec des clients pour qui la classe d'actifs a été au cœur de leurs allocations stratégiques et qui, après en être sortis en 2022, considèrent judicieux d'y revenir en raison de meilleurs fondamentaux. Nous sommes d'ailleurs en train de mettre à jour nos études sur le comportement de la classe d'actifs par rapport à la traditionnelle allocation 60/40 pour justement bien faire comprendre le fonctionnement de la classe d'actifs.



**Nicolas Schrameck, responsable convertibles & crédit, Ellipsis AM**

**« LES CONVERTIBLES AMÈNENT UN SURPLUS DE PERFORMANCE PAR RAPPORT À UNE ALLOCATION 60/40. »**

#### Benjamin Schapiro

De notre côté, nous constatons surtout que des clients ont réduit leur exposition sur des stratégies européennes en raison d'inquiétudes sur la diversification de ce gisement sur lequel le marché primaire est moins dynamique. En revanche, sur les stratégies globales, l'intérêt des clients renaît après avoir constaté de meilleures performances que lors des années précédentes. Toutefois, la classe d'actifs subit toujours la concurrence du fixed income, dont les rendements

sont plus élevés aujourd'hui qu'il y a trois à cinq ans. L'arbitrage est donc moins évident, et c'est sans doute la raison pour laquelle les flux ne sont pas aussi significatifs que par le passé.

#### Existe-t-il un biais géographique du côté des clients ?

#### Nicolas Schrameck

Historiquement, la France a toujours été un marché friand de convertibles, avec une base importante de clients institutionnels. Ces derniers s'y intéressent à nouveau pour leurs allocations stratégiques, mais sont encore en réflexion. Les flux que nous avons

viennent plutôt de petits acteurs, notamment sur la partie wealth-management en Suisse. Ce sont des clients beaucoup plus réactifs, capables de s'exposer rapidement à la classe d'actifs s'ils en voient l'opportunité.

### Benjamin Schapiro

En Europe, même s'il existe un biais français, tous les pays ont historiquement investi dans les convertibles. Nous avons toujours eu beaucoup de clients en Allemagne, en Suisse ou en Italie. En revanche, le Royaume-Uni montre traditionnellement moins d'intérêt pour cette classe d'actifs.

### Antoine Lesné

Les clients investis dans la classe d'actifs via notre ETF sont surtout des asset managers, des fonds multi-assets et du wealth-management. Dans notre cas, il se trouve que c'est une banque privée britannique qui a seedé notre fonds au moment du lancement en 2014, ce qui nous a permis de construire un track record. En Grande-Bretagne, notre stock provient surtout de la gestion privée. Nous avons également des encours provenant d'assureurs en Italie, d'institutionnels en France, en Allemagne ou en Espagne, mais, de façon globale, la banque privée représente toujours près de 50 % de l'encours. Sur les autres marchés, les institutionnels et les fonds de pension ont plutôt tendance à privilégier la gestion active, car ils promettent d'avoir la capacité de tenir leurs positions sur le long terme et laisser ainsi le gérant exprimer toute sa capacité à faire de l'alpha sur la durée. A travers un ETF, nous sommes constamment exposés de manière diversifiée à l'univers entier. La combinaison gestions active et passive devient plus fréquente également.

### Comment s'est comporté le marché primaire ces derniers mois ?

### Benjamin Schapiro

Le marché primaire a été dynamique en 2024 avec environ 120 Md\$ d'obligations convertibles émises sur l'année, ce qui est nettement au-dessus de la moyenne qui se situe autour de 80 Md\$ par an (qui correspond au montant nécessaire au renouvellement du marché). Il y a une bonne diversification, avec le retour du coupon, ce qui est un élément important. Cela ne signifie pas que

les émissions à coupon zéro ont complètement disparu, mais elles se font plus rares. Dans un environnement de taux plus élevés, les convertibles émises offrent en moyenne plus de rendement obligataire. Le début d'année s'inscrit dans la même tendance, avec 23 Md\$ d'émissions au 1er trimestre, proche du niveau de début 2024. Avec toujours les mêmes biais géographiques : les Etats-Unis et l'Asie dominant, les marchés européens et japonais étant plus en retrait. Il est intéressant de noter que les tensions sur les marchés, début avril, peuvent aussi se transformer en opportunités. Le marché des convertibles a comme atouts d'être plus accessible que

le marché de la dette classique et plus rapide pour émettre. C'est d'ailleurs souvent dans les moments de tensions, comme nous l'avons connu pendant le covid, que notre marché primaire est particulièrement dynamique en substitut à d'autres marchés qui se ferment. Le marché des convertibles pourrait donc être une opportunité pour des small/midcaps qui ont besoin de refinancements rapides.

### Nicolas Schrameck

Ce qui est intéressant avec cette classe d'actifs, c'est de pouvoir monétiser la volatilité c'est-à-dire que l'avantage de coupon est d'autant plus fort que les marchés sont volatils. Il y a des pics d'émissions de convertibles quand il y a du stress sur les spreads comme cela a été le cas en 2009 et en 2020 en pleine crise du covid. Le marché des convertibles s'est rouvert très vite et a permis à beaucoup d'entreprises de constituer rapidement des réserves de cash. Aujourd'hui, il y a une fenêtre, car il y a beaucoup d'échéances de convertibles émises entre 2020 et 2021 et de la volatilité sur les marchés. Les conditions d'accès au marché primaire sont bonnes : il n'y a pas eu de sorties dans les fonds, il y a toujours

de la demande pour le marché des convertibles, les valorisations tiennent bien. C'est la preuve que les investisseurs restent actifs et prêts à investir sur du marché primaire.

### Antoine Lesné

Contrairement au marché du high yield, le marché des convertibles reste en effet ouvert dans les périodes de crise comme celle que nous avons connue récemment. L'année s'annonce donc plutôt favorable, avec des refinancements en perspective : toutes les entreprises ne parviendront peut-être pas à émettre, mais on devrait pouvoir constituer un peu de coupons dans les indices. Ces



**Antoine Lesné, responsable stratégie et recherche SPDR ETF EMEA, State Street Global Advisors**

**« L'ANNÉE S'ANNONCE FAVORABLE POUR LE MARCHÉ PRIMAIRE. »**

derniers mois, il y a eu pas mal d'émetteurs qui ont réussi à placer du zéro coupon, y compris en Asie, ce qui est plus surprenant.

### Nicolas Schrameck

Au-delà du besoin de refinancement qui concernait environ 50 % des émissions en 2024, il est intéressant de voir, depuis un an, la diversité des émetteurs, avec de nouveaux acteurs opportunistes comme ça a été le cas en Chine avec des jumbo deals. Par exemple, Alibaba émettant l'été dernier pour faire des rachats d'actions : avec un cours de Bourse au plus bas et une décote très importante, le groupe a eu recours à cet instrument flexible et facile à utiliser pour émettre cinq milliards de convertibles, plutôt bien accueillies, pour racheter ensuite des actions. L'opération s'est bien passée, car il y a eu un vrai alignement d'intérêts entre l'investisseur et l'émetteur. Il y en a eu d'autres : Ping An, Trip.com, JD.com, etc.

Ces opérations ont donné à la Chine et à l'Asie une place importante dans les allocations globales, entre 10 et 15 % du delta des fonds globaux, ce qui nous démarque des indices actions large caps mondiaux. L'exposition aux convertibles permet ainsi de diversifier une allocation actions. Par ailleurs, un nouveau secteur est apparu dans le gisement, celui des cryptomonnaies : la performance est assez mitigée, mais c'est une exposition qu'on retrouve assez peu dans les marchés d'actions classiques.

### Antoine Lesné

Des acteurs comme MicroStrategy ont émis énormément l'an dernier, dans des conditions parfois surprenantes, et ont bien performé. Leurs émissions les plus récentes n'ont pas eu la même performance, mais elles ont rempli leur fonction avec un effet parachute quand les cours de Bourse ont baissé. Que l'on aime ou pas ce secteur, les cryptomonnaies font partie aujourd'hui de l'environnement et du marché, et les convertibles en offrent une exposition différente. En ce qui concerne le poids des différents pays, malgré des volumes d'émission importants, le gisement est sous-pondéré aux Etats-Unis par rapport à un MSCI World. C'est un élément diversifiant qui peut être intéressant pour les investisseurs, en général curieux de savoir comment est constitué le benchmark.

### Benjamin Schapiro

On a beaucoup parlé des cryptomonnaies l'an dernier, car c'est un nouveau secteur, mais aussi parce que les convertibles sont un marché au sein duquel une petite part de l'indice peut expliquer une grande partie de la performance. Cela s'explique par l'effet des évolutions des delta et du poids de certains noms dont les performances sur la partie actions peuvent être très significatives. En termes de poids et de contribution au risque actions, on parle ici de quelques pour cent. C'est donc une diversification au sein de notre univers. Mais sur certaines périodes, ce secteur a contribué, effectivement, de façon significative à la performance, d'où le focus ponctuel sur ce sujet.

### Nicolas Schrameck

Ce qui est passionnant avec les convertibles, c'est cette capacité à avoir un multiplicateur sur des titres ayant des potentiels importants. C'est une des raisons pour lesquelles nous avons lancé un

fonds sur le thème de la disruption, qui se concentre sur des sociétés à la conquête de nouveaux marchés qui offrent un potentiel de forte croissance. Quand une entreprise qui peut multiplier par trois ou quatre ses revenus vient émettre sur le marché, son obligation convertible a une sensibilité actions de 30 %. Si jamais les choses se passent bien, que l'entreprise réalise son business plan, cette sensibilité actions passe de 30 % à 100 %. C'est cet effet multiplicateur qui signifie qu'à la hausse, certains émetteurs ont parfois une contribution très forte à la performance dans les indices. Il ne faut donc pas passer à côté. Dans le cas où l'entreprise ne parvient pas à réaliser ses ambitions, on est protégés par le plancher obligataire.

### Le dynamisme du marché primaire est-il global ?

#### Benjamin Schapiro

Depuis un peu plus d'un an, il y a un net biais aux Etats-Unis ainsi qu'en Asie (hors Japon) où il y a eu beaucoup d'émissions depuis l'été dernier. Aux Etats-Unis, le volume d'émissions est plus régulier. Le marché des convertibles est donc en train de se concentrer sur ces deux zones depuis quelques mois, mais il est difficile de savoir si cela va rester ainsi dans les trimestres à venir. Le marché est très dynamique, et il peut y avoir des vagues d'émissions par secteur comme par région.

#### Nicolas Schrameck

Il y a sans doute une question de pédagogie à faire auprès des entreprises, car même si les trésoriers connaissent et apprécient la classe d'actifs, ils doivent aussi convaincre la direction de l'intérêt d'émettre des convertibles qui sont, par nature, dilutives. La démarche est complexe, mais c'est un marché qui est toujours ouvert. En Europe, il y a souvent eu des émissions opportunistes quand l'accès au marché obligataire classique est plus difficile. Quand les niveaux de spreads et de volatilité sont plus élevés, la contrainte de dilution est plus facile à accepter par le conseil d'administration. Le moindre volume d'émissions en Europe comparé à celui des Etats-Unis s'explique également par le vivier moins important de midcaps de croissance qui sont le profil type de l'émetteur de convertibles. En Europe, malheureusement, ces entreprises-là ne se sont pas introduites en Bourse ces dernières années ou ont tellement sous-performé que les émetteurs n'ont pas envie de se diluer sur les niveaux de cours actuels. Finalement, les émissions que nous avons eues dernièrement concernent des large caps européennes de qualité qui utilisent les convertibles pour diversifier leurs sources de financement.

#### Antoine Lesné

Si on revient 20 ans en arrière, l'Europe représentait 50 % de l'univers des convertibles ! Et, en 20 ans, l'Europe a connu plusieurs crises financières, des taux qui ont baissé et des spreads qui se sont resserrés. Il y a eu moins de besoins d'émettre des convertibles, car il était possible de se financer ou refinancer à des niveaux à peu près en ligne avec la croissance de la société. C'est pour cela que les émetteurs reviennent essentiellement par à-coup quand les spreads s'écartent brusquement. Les émetteurs ne sont pas les mêmes non plus : les Américains ont ce tissu de petites et moyennes entreprises

capables d'émettre de la convertible. En 2016-2017, beaucoup de startups sont venues se financer aux Etats-Unis via les convertibles. Les maturités ont aussi beaucoup baissé, les échéances vont rarement au-delà de cinq ans. Donc, le gisement a quand même beaucoup changé ces dernières années. Les marchés de capitaux européens ont encore du travail à faire pour faire revenir les investisseurs.

**Le marché des convertibles étant moins dynamique en Europe, il est donc préférable d'être investi dans un fonds ayant une approche globale ?**

### Nicolas Schrameck

Les investisseurs dans les fonds de convertibles européennes doivent être satisfaits de la performance en raison du biais défense et de la présence dans le gisement d'un émetteur en particulier, Rheinmetall. Mais la question, c'est l'avenir : le marché primaire réussira-t-il à se renouveler en Europe et permettre d'avoir de la diversification et de la profondeur pour rester investi ? Aujourd'hui, le gisement global est beaucoup plus dynamique et favorise la participation au marché primaire. Ce que je trouve marquant, c'est que malgré la baisse de marché, il reste assez convexe (50 % du gisement), ce qui permet à la classe d'actifs de garder un potentiel de rebond. Dans le contexte actuel, très particulier en raison des discussions sur les tarifs douaniers, l'exposition à des sociétés de software que l'on retrouve dans notre fonds de convertibles disruption paraît intéressante. Ces sociétés sont en effet très peu affectées par les tarifs et elles bénéficient de la baisse du dollar.

### Benjamin Schapiro

Le marché européen a aujourd'hui une taille et une concentration de risques qui le rend moins attrayant qu'un gisement global, beaucoup plus vaste et diversifié. Dans les deux cas, il convient de garder en tête que ces marchés sont exposés aux mid & small caps, 50 % du gisement étant représenté par des capitalisations boursières inférieures à 10 Md\$ au global. En Europe, la proportion est similaire, à environ 60 %. Il y a donc un biais de composition sur un segment de la cote qui n'a pas rattrapé son retard de valorisation depuis 2022. Les convertibles globales permettent de s'exposer à ce thème, mais pas uniquement. Avec des rendements redevenus plus favo-

rables notamment grâce aux coupons sur des nouvelles émissions qui, en moyenne, sont de l'ordre de 3 % contre 1 % il y a 3 ans.

### Antoine Lesné

Depuis le début de l'année, la performance de notre ETF a été essentiellement tirée par l'Asie et l'Europe, même s'il est aussi exposé à des entreprises américaines. Il faut préciser qu'il y a de moins en moins de fonds disponibles pour jouer l'Europe de façon pure, ou l'Asie. Je pense qu'aujourd'hui, c'est une problématique de

gisement. Dans notre cas, comme nous faisons de la réplique physique, nous avons besoin de diversification et d'émissions pour faire tourner le portefeuille. La diversification est une bonne chose, car si jamais les Etats-Unis rebondissent, le portefeuille pourra en profiter. Si ce n'est pas le cas, il sera protégé par l'exposition à l'Europe qui représente à peu près 20-25 % de l'univers.

### Benjamin Schapiro

En plus du biais défense dans le gisement, qui a aidé la performance depuis le début de l'année, le marché européen bénéficie également d'un effet de raréfaction puisque les émissions sur le marché primaire n'ont pas été suffisantes pour compenser celles qui ont disparu. La concentration des investissements a donc fait monter la valorisation de certaines obligations convertibles européennes. Les investisseurs en ont bénéficié, mais certains cas peuvent représenter un risque pour la performance future. C'est pourquoi nous privilégions une gestion active des souches concernées, par exemple en intégrant des stratégies optionnelles dans les

portefeuilles lorsque la valorisation s'écarte sensiblement de son niveau d'équilibre.

### Nicolas Schrameck

Les investisseurs avaient délaissé la zone européenne à cause des performances actions. Donc, effectivement, l'Europe mais aussi l'Asie affichaient une décote importante par rapport aux Etats-Unis. Avec le rattrapage des marchés actions dans ces deux régions, on voit des réallocations vers les fonds globaux, vers l'Europe et l'Asie. Par conséquent, on assiste à une convergence des valorisations entre les différentes zones. ■

Propos recueillis par Catherine Rekek



**Benjamin Schapiro, gérant de portefeuille sénior, UBP Asset Management (France)**

**« LES CONVERTIBLES BÉNÉFICIENT, EN 2025, D'UN EFFET COUSSIN DANS UN MARCHÉ BAISSIER. »**

**LE FONDS**

# Ellipsis Disruption Convertible Fund

- Code ISIN : **Part I EUR : FR0014009MK9**
- Forme juridique : **Fonds commun de placement**
- Société de gestion : **Ellipsis Asset Management**
- Gérants : **Sébastien Caron, Nicolas Schrameck, Pénélope Dugas, Cyril Batkin**
- Indicateur de référence : **€STR capitalisé + 4%**
- Date de lancement : **05/07/2022**
- Encours sous gestion : **96 049 956 euros** (au 31/03/2025)

## Investisseurs

- Profil investisseur : **Tout investisseur, plus particulièrement destiné aux investisseurs institutionnels, aux fonds et aux fonds de pension, aux caisses de retraite ou encore aux investisseurs en compte propre.**
- Durée de placement recommandée : **5 ans**

## Règlement SFDR

- Article 8

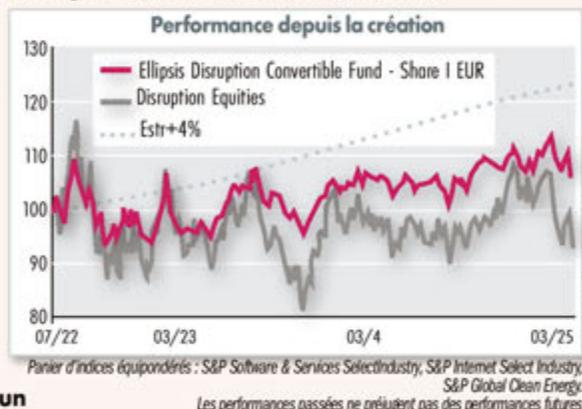
## Performance

■ Objectif de performance : **L'OPCVM Ellipsis Disruption Convertible Fund a pour objectif de réaliser, sur la durée de placement recommandée de 5 ans, une performance moyenne nette de frais de gestion supérieure à celle du marché monétaire de référence de la devise de la part augmentée de 4 %, au moyen d'une gestion active directionnelle sur les obligations convertibles internationales.**

- Performance :
  - Sur un an : **- 0,24 %** (entre le 28/03/2024 et le 31/03/2025)
  - Depuis la création du fonds : **6,03 %**

## Frais

- Frais de gestion courants : **max 1 % (Part I EUR)**
- Frais de souscription : **aucun**
- Commission de surperformance : **15 % TTC de la surperformance annuelle nette de frais du fonds par rapport à l'indicateur de référence, une fois les sous-performances des 5 dernières années toutes compensées. (Part I EUR)**
- Frais de rachat : **aucun**



Panier d'indices équilibrés : S&P Software & Services Select Industry, S&P Internet Select Industry, S&P Global Clean Energy. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## Pourquoi investir dans ce fonds ?

Forte de son savoir-faire en matière d'obligations convertibles développé depuis plus de 20 ans, la société de gestion Ellipsis AM a décidé en 2022 de lancer un produit innovant pour s'exposer à la classe d'actifs. Ellipsis Disruption Convertible Fund est un fonds thématique qui cible, à l'échelle globale, les entreprises émettrices d'obligations convertibles qui participent à un changement structurel des pratiques économiques, sociales et environnementales. «Il faut garder à l'esprit que la classe d'actifs est née avec la disruption, puisque les obligations convertibles sont apparues aux Etats-Unis dans la deuxième partie du 19e siècle pour financer le développement du chemin de fer, et toutes les entreprises qui ont opéré des ruptures majeures au fil du temps – dans le transport aérien, les télécoms, l'informatique, et plus récemment l'Internet et la décarbonation – ont eu recours à ces instruments, rappelle Nicolas Schrameck, responsable de la gestion convertibles et crédit. Les obligations convertibles permettent aux émetteurs et aux créanciers de s'inscrire dans un rap-

port gagnant-gagnant. L'entreprise partage la création de valeur avec ses créanciers puisque la dette est convertible en actions. En contrepartie de cette convertibilité, les créanciers acceptent une moindre rémunération sur la dette, ce qui permet à l'émetteur de se financer à un coût inférieur».

Sur les 30 dernières années, on observe que la performance enregistrée par les obligations convertibles émises par des entreprises de rupture – ces dernières représentant environ 30 % de l'univers d'investissement – est 2 fois plus élevée que celle des convertibles d'émetteurs non disruptifs<sup>1</sup>.

En outre, le fait d'aborder la thématique de la rupture par le biais des obligations convertibles plutôt que des actions permet de profiter du potentiel d'appréciation des sous-jacents sur le long terme grâce à leur surplus de croissance, sans pour autant être exposé à leur forte volatilité. On peut ainsi réduire le risque de market timing, qui est important pour ces entreprises dont les valorisations peuvent varier fortement au rythme des cycles boursiers.

1. Source : Ellipsis AM. Etude réalisée en 2022 sur un échantillon de 4200 émetteurs. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

## Le processus de gestion

La sélection des obligations convertibles s'opère en 3 étapes. Dans un premier temps, l'équipe de gestion cherche à identifier les entreprises qui participent à une rupture structurelle, qu'elle soit d'ordre économique, social ou environnemental. Pour cela, elle s'appuie sur 3 critères complémentaires : l'entreprise propose-t-elle une innovation technologique économique à grande échelle? ; permet-elle de solutionner un problème clé de la société? ; bénéficie-t-elle d'un changement ou d'un soutien réglementaire?

Deuxième étape : l'application d'un filtre crédit et de gouvernance afin de s'assurer que les sociétés sont suffisamment solides pour assurer le remboursement de l'obligation en cas de non-conversion à l'échéance. «Il est primordial de minimiser autant que faire se peut le risque de défaut, car notre objectif, avec ce fonds, est de permettre aux investisseurs de s'exposer à la thématique de la disruption en bénéficiant d'une certaine protection du capital par rapport à un investissement en actions, grâce au plancher obligataire», rappelle Nicolas Schrameck.

La troisième étape consiste à sélectionner les

## Risques

### 4 sur une échelle de 1 à 7

(pour la part I EUR)  
(échelle de risque selon DIC PRIIPS –  
Document d'information clé)

■ **Le fonds présente un risque de perte en capital, la performance n'est pas garantie.**

■ **L'OPC est plus particulièrement exposé à un risque lié à l'évolution de la valeur des obligations convertibles détenues en portefeuille, qui dépend de plusieurs facteurs : niveau des taux d'intérêt, évolution du prix des actions sous-jacentes, ou évolution du prix du dérivé intégré dans l'obligation convertible.**

■ **Par ailleurs, l'OPC est exposé notamment à un risque de crédit, de liquidité, de contrepartie, ainsi qu'à un risque lié à l'utilisation d'instruments financiers à terme.**

■ **Ces différents éléments peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative de l'OPC, qui ne fait l'objet d'aucune garantie ni protection.**

thématiques de rupture les plus pertinentes en fonction du cycle d'adoption de l'innovation et, au sein de ces thématiques, les titres qui paraissent les mieux positionnés pour s'exposer à celles-ci. Le portefeuille est concentré autour d'une quarantaine de lignes, avec une exposition conséquente aux grandes capitalisations (80 %) et aux émetteurs américains (près de 60 %), les Etats-Unis restant le pays le plus à la pointe de l'innovation.

## La société de gestion

Ellipsis AM, filiale de Kepler Cheuvreux depuis 2022, affiche plus de 20 ans d'histoire de gestion. Son expertise est concentrée sur des classes d'actifs de niche à valeur ajoutée à travers ses 3 pôles de gestion spécialisés qui regroupent 11 gérants-analystes. Le pôle convertibles et crédit regroupe les expertises de gestion historiques et confirmées depuis 2003. Le pôle « alternative et overlay solutions » développe depuis 2008 un savoir-faire dédié aux solutions de couverture de portefeuille action et d'allocation de risques. Enfin, le pôle « solutions funds » développe des fonds structurés destinés aux investisseurs institutionnels et entreprises. Au 31 janvier 2025, les actifs sous gestion atteignaient 4,7 milliards d'euros. ■

Marianne Di Meo



Le fonds est géré par Nicolas Schrameck, (au premier plan) responsable de la gestion convertibles et crédit, Sébastien Caron, CEO et gérant-analyste convertibles, Pénélope Dugas et Cyril Batkin, gérants-analystes convertibles. Diplômé de l'EDHEC Business School, CFA, Nicolas Schrameck a débuté en 2008 chez JP Morgan AM. Il a ensuite passé 6 ans chez Edmond de Rothschild AM à gérer des fonds convertibles mondiaux et a également investi dans les zones émergentes et au Japon. En 2015, il rejoint Aviva Investors en tant que co-gérant de leurs fonds convertibles mondiaux. Il a rejoint Ellipsis AM en 2017 comme gérant convertibles. Co-responsable du pôle de gestion et membre du directoire à partir de 2021, il devient responsable du pôle convertibles et crédit en 2023.

## Les convictions de l'équipe de gestion

### Quelles sont aujourd'hui les thématiques de rupture qui vous semblent les plus pertinentes ?

Notre sélection de thèmes d'investissement, que nous modifions dans le temps, repose sur deux critères : une accélération du taux d'adoption et un stade de maturité permettant de dégager les cash flows suffisants pour assurer le remboursement de la dette s'il n'y a pas de conversion à terme. Nous sommes bien sûr toujours positionnés sur l'intelligence artificielle, mais nous avons reconstruit notre approche de cette thématique qui évolue très rapidement et devient transversale. Nous nous intéressons d'une part aux entreprises qui facilitent l'adoption de l'IA et permettent son essor (par exemple dans le domaine des puces mémoire ou du cloud), et d'autre part à celles qui utilisent l'IA pour transformer leur business model (digitalisation et fintech). Les thématiques de la cybersécurité et de la défense, de la décarbonation et de l'innovation dans la santé retiennent également notre attention.

### Le gisement a-t-il connu des évolutions notables au cours des derniers mois ?

Les émetteurs disruptifs représentent désormais la moitié des nouvelles émissions d'obligations convertibles. Leur typologie évolue, ce qui est source de diversification.

Ainsi, l'an dernier, plusieurs acteurs intervenant dans le domaine des cryptoactifs ont fait appel au marché, comme Coinbase, une plateforme d'échange de cryptomonnaies, ou le fournisseur de services financiers SoFi Technologies, qui vont pouvoir bénéficier de l'assouplissement de la réglementation aux Etats-Unis. Par ailleurs, de nombreuses entreprises chinoises de rupture ont émis des obligations convertibles pour des montants très conséquents (jumbo deals). C'est notamment le cas d'Alibaba qui a révolutionné son business model en opérant un virage vers l'intelligence artificielle en 2023. Aujourd'hui, un tiers de notre portefeuille est investi dans des émetteurs asiatiques, notamment chinois. Ces derniers sont en train de démontrer qu'ils peuvent jouer les trouble-fête et remettre en cause l'hégémonie des Etats-Unis en matière d'innovation technologique. Tout cela avec des niveaux de valorisation boursière très attrayants comparativement à leurs concurrents américains. A titre d'illustration, le PE prospectif à un an d'Alibaba est actuellement de 11 fois, contre 22 fois pour les GAFAM!

### Le fonds a pâti de la récente correction des valeurs technologiques en Bourse...

C'est dans un fort repli de marché comme celui-ci que les obligations convertibles démontrent tout leur intérêt : un plancher obligataire permettant de modérer la baisse et une option de conversion qui permet de profiter d'un éventuel rebond. Le fonds a bien protégé à la baisse, avec un repli limité à 1,8 % depuis le début de l'année pour la part I USD, contre -9,1 % pour le MSCI World Growth USD (données au 15 avril 2025). Cette correction n'est pas surprenante dans la mesure où certaines valorisations étaient élevées et où, dans un contexte d'aversion au risque, les investisseurs ont en premier lieu vendu les positions sur lesquelles ils étaient surpondérés. Nous pensons qu'il faut prendre du recul par rapport à ce mouvement de repli. Tout d'abord, les sous-jacents sont globalement peu exposés au risque de hausse massive des droits de douane (ils opèrent des activités de services ou leurs biens ne sont pas concernés par la hausse). Par ailleurs, l'innovation est toujours là et le mouvement d'adoption de l'IA va continuer. De notre point de vue, c'est donc le bon moment, après cette correction, pour s'intéresser au fonds. Les obligations convertibles de disruption permettent en effet de s'exposer aux thématiques de forte croissance avec moins de volatilité par rapport aux actions.

# LE FONDS SPDR® FTSE Global Convertible Bond EUR Hdg

- Code ISIN : **IE00BDT6FP91**
- Forme juridique : **société d'investissement à capital variable, constituée en Irlande le mardi 12 mars 2013 sous le numéro d'immatriculation 525004 et agréée par la Banque centrale en tant qu'OPCVM**
- Société de gestion : **State Street Global Advisors**
- Gérants : **Richard Darby Dowman et Chris Di Stefanò**
- Indicateur de référence : **FTSE Qualified Global Convertible Monthly Hedged (EUR) Index**
- Date de lancement : **14/10/2014 (part couverte en euro : 23 mai 2018)**
- Encours sous gestion : **1440,55M\$ au 31 mars 2025**

## Investisseurs

- **Ce fonds est destiné aux investisseurs qui prévoient de conserver leur placement pendant au moins 3 ans et qui sont prêts à assumer un risque moyen à élevé de perte de leur capital initial afin d'obtenir un rendement potentiel plus élevé. Il est conçu pour faire partie d'un portefeuille d'investissements.**

## Performance

- **Objectif de performance : l'objectif d'investissement du fonds est de répliquer la performance du marché mondial des obligations convertibles. Le fonds vise à répliquer aussi fidèlement que possible la performance du FTSE Qualified Global Convertible Index (« l'Indice »). Le fonds est un fonds indiciel (également connu sous le nom de fonds à gestion passive)**
- Performance annualisée au 31 mars 2025 (part couverte en euros)
  - Sur un an : **7,08 %**
  - Sur trois ans : **1,87 %**
  - Sur cinq ans : **7,50 %**
  - Depuis la création du fonds : **4,15 %**



## Pourquoi investir dans ce fonds ?

State Street Global Advisors (SSGA) dispose d'une expertise forte en gestion indicielle sur l'actif complexe que sont les obligations convertibles, avec 5,2 milliards au 31 mars 2025 gérés à travers deux ETFs. Le premier d'entre eux, qui est investi sur les convertibles américaines et est domicilié aux Etats-Unis, a été créé dès 2009. Le SPDR FTSE Global Convertible Bond UCITS ETF, domicilié en Europe, a quant à lui été lancé en octobre 2014. Un historique qui permet aux équipes de gestion d'avoir une très bonne connaissance de l'intégralité du gisement.

Le SPDR FTSE Global Convertible Bond UCITS ETF est le seul produit de ce type (ETF) disponible sur le marché pour investir sur l'univers mondial des obligations convertibles. Il permet de s'exposer de manière très diversifiée à cet univers, puisque le portefeuille compte plus de 320 obligations et plus de 260 émetteurs.

Ce produit présente tous les avantages liés à la gestion indicielle : une transparence complète et quotidienne sur les toutes les positions du fonds (ce qui permet à l'in-

vestisseur d'avoir une vision immédiate du risque en portefeuille), des frais de gestion abordables et une liquidité intraday.

À noter : cet ETF est disponible en différentes parts – en euro, en sterling, en franc suisse, en dollar –, en version couverte ou non couverte (les parts non couvertes s'adressant aux investisseurs qui anticiperaient une appréciation du dollar, l'univers étant exposé à plus de 65 % à cette devise).

## Le processus de gestion

L'ETF a pour objectif de répliquer les performances et les caractéristiques de risques de l'indice FTSE Qualified Global Convertible Bond. « Nous avons retenu cet indice car nous ne voulions pas nous appuyer sur l'indice trop large – le FTSE Global Convertible Bond Index, qui inclut des émissions de taille plus restreinte – afin de ne pas introduire un risque sur la liquidité, notamment en ce qui concerne les obligations convertibles asiatiques, précise Antoine Lesné, responsable de la stratégie et de la recherche pour la zone EMEA chez SPDR ETF (SSGA). Nous ne voulions pas non plus suivre l'indice plus res-

serré – le FTSE Global Focus Convertible Bond Index –, à la fois parce qu'il offre une diversification moindre et parce qu'il présente un taux de turnover plus élevé, ce qui génère des coûts de frottement impactant d'autant la performance d'un fonds indiciel ». En termes géographiques, l'indice est exposé à plus de 60 % aux Etats-Unis et la qualité de crédit moyenne se situe à la frontière entre les catégories investment grade et high yield.

Le fonds est géré en deux poches distinctes, les investissements sur le marché américain étant pilotés depuis Boston et ceux sur le reste du monde depuis Londres (le portefeuille agrégé étant géré depuis Londres). L'intérêt de cette organisation est double : être au plus près des différents marchés et pouvoir exécuter les ordres dans les heures de trading respectives des différentes zones. L'ETF investit uniquement dans des obligations convertibles pures (pas de réplification synthétique) ; il comporte naturellement une poche de cash pouvant aller jusqu'à 3 %, ceci étant lié au paiement des coupons et à l'arrivée à maturité des obligations convertibles, ces dernières étant systématiquement vendues avant d'être converties.

# UCITS ETF (Acc)\*

## Frais

- Frais de gestion courants : **0,55 %**
- Frais de souscription : **0 %**
- Commission de surperformance : **N/A**
- Frais de rachat : **0 %**

## Risques

### 5 sur une échelle de 1 à 7

(échelle de risque selon DIC PRIIPS – Document d'information clé)

■ La catégorie de risque ci-dessus indique la probabilité que le fonds perde de l'argent en raison des fluctuations des marchés ou de notre incapacité à vous payer. La catégorie de risque du Fonds n'est pas garantie et est susceptible de changer à l'avenir.

## Règlement SFDR

- Article 6

## La société de gestion

Depuis 40 ans, State Street Global Advisors (SSGA) répond aux besoins des gouvernements, des institutions et des conseillers financiers. Grâce à une approche rigoureuse tenant compte des risques et reposant sur la recherche, l'analyse et l'expérience de marché, la société utilise sa gamme étoffée de stratégies actives et indicielles pour bâtir des solutions d'investissement économiquement efficaces. Elle entend montrer aux entreprises de ses portefeuilles que les pratiques favorables à l'humain et propices à la protection de la planète peuvent contribuer aux performances à long terme. Et en tant que pionnier de la gestion indicielle, des ETF et de l'approche ESG, SSGA conçoit sans cesse de nouvelles façons d'investir. C'est ainsi qu'elle est devenue la quatrième<sup>1</sup> plus grande société de gestion au monde, avec des encours sous gestion de 4 720 milliards de dollars US au 31 décembre 2024. ■

Marianne Di Meo

\* Avant le 6 janvier 2025, le fonds était connu sous le nom SPDR® Refinitiv Global Convertible Bond UCITS ETF EUR Hdg et répliquait l'indice Refinitiv Qualified Global Convertible Euro Hedged.

1. Pensions & Investments Research Center, au 31 décembre 2021 sociétés affiliées.



**Antoine Lesné est responsable stratégie et recherche SPDR ETF pour la région EMEA chez State Street Global Advisors. Il est notamment chargé de la diffusion de la gamme d'ETF SPDR au regard des conditions de marché, mais aussi en fonction de l'environnement économique à long terme. Il a rejoint SSGA en 2006 en tant que stratège obligataire avec un focus sur les stratégies globales et euros. Auparavant, il a soutenu les efforts de distribution d'une plateforme d'analyse de risques et de valorisations de produits structurés chez Sun-gard Reech. De 2000 à 2004, il a participé au lancement d'une plateforme électronique de trading de swaps de taux d'intérêts indépendante. Il a commencé sa carrière chez SG CIB dans le pôle des produits obligataires et structurés. Antoine Lesné est diplômé de l'ESCEM, promotion 1998.**

## Les convictions de l'équipe de gestion

### Quels intérêts les obligations convertibles présentent-elles dans le contexte de marché actuel ?

La fébrilité des investisseurs liée aux annonces de Donald Trump concernant une potentielle hausse massive des droits de douane ne les a certes pas épargnées. Pour autant, elles ont bien joué leur rôle de protection à la baisse puisqu'elles n'ont reculé que de 4,5 % pendant que les marchés actions perdaient 11,1 % (du 2 au 8 avril 2025 en USD non couvert – Indices FTSE Qualified Global Convertible Index et MSCIACWI Net Return Index). Elles restent donc un bon outil pour s'exposer aux actions avec une volatilité moindre.

En parallèle, leur sensibilité au risque de taux est relativement basse (notamment en raison de leur durée courte), ce qui les rend plus intéressantes que les obligations high yield et celles de maturité longue en cas de remontée des rendements des taux longs.

### Quels sont, de votre point de vue, les principaux risques et les principaux facteurs de soutien pour la classe d'actifs ?

Le gisement est exposé aux small et mid caps pour un peu moins de 50 %, qui sont plus sensibles à la croissance économique et pourraient donc souffrir dans un scénario de récession. Toutefois, les valorisations boursières des émetteurs de notre univers sont déjà basses, ce qui limite le risque de repli des cours. Également en cas de récession, le risque crédit pourrait augmenter. D'autant que les spreads de crédit se sont écartés, ce qui pourrait compliquer les opérations de refinancement à venir. Il faut toutefois garder à l'esprit que le risque de défaut est moindre pour les émetteurs d'obligations convertibles – qui appartiennent plutôt au segment du crossover – par rapport aux émetteurs high yield. En contrepartie, la diversification du marché entre obligations convertibles aux profils actions, mixte et obligataire, permet de toujours avoir un moteur de performance et donc de naviguer dans les différentes configurations de marché. Autre point positif : nous pensons qu'une hausse des coupons est possible dans un environnement plus stressé. Le rendement courant des obligations convertibles est déjà remonté et s'établit actuellement autour de 1,2 %. Enfin, toute reprise des marchés actions – sur fond de levée des incertitudes sur le front de la guerre commerciale et de récession maîtrisée – soutiendrait les performances de la classe d'actifs.

### Vous êtes donc confiants dans les perspectives de ce marché...

Les obligations convertibles font effectivement partie des trois expositions qui nous semblent le plus opportunes au deuxième trimestre pour les investisseurs obligataires, aux côtés du crédit européen (en privilégiant les obligations de maturité courte et le segment investment grade) et de la dette émergente en devises locales (couverte contre le risque de change EUR/USD, tout en gardant l'exposition aux devises émergentes).

Nous observons d'ailleurs qu'ils sont de plus en plus nombreux à envisager de s'exposer aux obligations convertibles plutôt que de prendre du risque action ou high yield. En plus des investisseurs institutionnels, qui sont des acheteurs historiques de convertibles, de nouveaux clients s'intéressent à la classe d'actifs, notamment des gérants de portefeuilles multi-classes d'actifs et la gestion privée. Les ETF ont l'avantage de leur fournir une exposition au marché dans sa globalité, ce qui limite le risque d'être bien ou mal placé dans ce marché. Il s'agit d'un instrument facile pour revenir rapidement sur les obligations convertibles.

- Code ISIN : **part IC EUR : LU0940717126 -**  
**Le prospectus du fonds n'est pas disponible en français.**
- Forme juridique : **compartiment de la SICAV luxembourgeoise UBAM**
- Société de gestion : **UBP Asset Management (Europe) S.A.**
- Gérant : **UBP Asset Management (France) - Benjamin Schapiro, gérant de portefeuille senior**
- Indicateur de référence : **Refinitiv Global Hedged Convertible Bond Index (EUR)**
- Date de lancement : **02/10/2013**
- Encours sous gestion : **144 millions d'euros (au 31/12/24)**

## Investisseurs

- Profil investisseur : **Le fonds convient aux investisseurs de détail ayant une connaissance limitée des instruments financiers sous-jacents et n'ayant aucune expérience dans le secteur financier**
- Durée de placement recommandée : **3 ans**

*L'attention des investisseurs est attirée sur le fait que cet OPCVM présente, au regard des attentes de l'Autorité des marchés financiers, une communication disproportionnée sur la prise en compte des critères extra-financiers dans sa gestion.  
Le prospectus n'est pas disponible en français.*

## Performance

- Performance de la part IC EUR
- Performance annualisée nette de frais au 31/12/2024
  - Sur un an : **3,62 %**
  - Sur trois ans : **3,48 %**
  - Sur cinq ans : **0,63 %**
  - Depuis la création du fonds : **2,45 %**



*Les performances passées ne préjugent pas des performances futures*

*Le présent document est fourni uniquement à titre d'information, son contenu ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation du Groupe UBP. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs. Toute prévision ou prédiction fournie n'est qu'indicative et n'est en aucun cas garantie.*

Source : UBP Asset Management (Europe) S.A.

## Pourquoi investir dans ce fonds ?

Pour profiter de l'intérêt de long terme de la classe d'actifs des obligations convertibles, à savoir son profil de rendement asymétrique à la hausse et à la baisse des actions et ainsi apporter une valeur ajoutée dans les portefeuilles par rapport à des produits 100 % actions, obligations ou diversifiés; pour s'exposer à une typologie d'émetteurs différents : les caractéristiques propres du gisement des obligations convertibles attirant historiquement des sociétés plus jeunes, moins établies et à potentiel de croissance; et pour profiter du cycle initié depuis fin 2022 : des performances à nouveau favorables et un marché primaire dynamique assurant diversification et renouvellement.

L'UBP, qui a fait le choix de développer une franchise sur la gestion long only d'obligations convertibles dès 1999, se distingue par l'intégration de son équipe au sein d'un pôle large de gestion Fixed Income composé de 18 professionnels. L'équipe de trois spécialistes dédiés aux obligations convertibles basés à Paris bénéficie ainsi des expertises du reste

de l'équipe Fixed Income en allocation macroéconomique, recherche fondamentale (notamment crédit) ou valeur relative.

## Le processus de gestion

Le processus de gestion démarre par un filtrage de l'univers (qui comporte environ 500 obligations convertibles) via des critères de liquidité, de crédit, de volatilité, et d'ESG. Ceux-ci permettent de réduire l'univers de suivi de l'équipe de gérants/analystes tout en veillant à ne pas exclure de titres au momentum de performance particulièrement favorable.

Dans un deuxième temps, la couverture fondamentale est organisée par qualité de rating et par secteur parmi les sept gérants/analystes bottom-up de l'équipe (trois spécialisés sur les obligations convertibles et quatre sur le crédit classique). Chaque analyse débouche sur trois vues fondamentales : une sur le crédit, une sur l'action, et une sur l'aspect ESG. Ces éléments sont ensuite utilisés dans la construction de portefeuille pour déterminer un positionnement relatif à l'indice de référence, avec pour objectif de sélectionner l'instrument

offrant la meilleure alternative de valeur relative. «La composante actions va générer l'essentiel de la performance à terme. C'est pourquoi l'accent est principalement mis sur cette composante pour la gestion du fonds Global Convertibles, notamment dans notre construction de portefeuille», précise Benjamin Schapiro. Enfin, des éléments d'allocation macroéconomique viennent compléter la partie bottom-up du processus. Le comité d'allocation d'actifs de l'équipe valide un scénario autour duquel sont construits des objectifs d'exposition pour les grands agrégats du portefeuille, par exemple la sensibilité action, la durée (taux ou spread, c'est-à-dire la mesure de sensibilité d'une obligation à la variation de ces paramètres) ou le thêta (c'est-à-dire la perte en valeur quotidienne de l'option, toutes choses égales par ailleurs) du portefeuille.

## La société de gestion

UBP Asset Management (France) est la société de gestion du groupe Union Bancaire Privée (UBP) en France depuis 1998. Elle a une double vocation : elle est le centre de compétences du groupe pour la gestion

## Frais

- Frais de gestion courants : **0,65 %**
- Frais de souscription (non acquis au fonds) : **jusqu'à 3,0 %**
- Commission de surperformance : **non**
- Frais de rachat : **non**

## Risques

### 3 sur une échelle de 1 à 7

(échelle de risque selon DIC PRIIPS – Document d'information clé)

- **Risque de contrepartie**
- **Risque de crédit**
- **Risque de liquidité**
- **Risques de devises**
- **Risque de perte partielle ou totale du capital**

## Règlement SFDR

- **Article 8**

des convertibles, de même que les conseils et la gestion de mandats civils immobiliers, et elle commercialise les différentes stratégies du groupe auprès des institutionnels français.

L'UBP figure parmi les plus grandes banques privées de Suisse et parmi les établissements les mieux capitalisés. La banque est spécialisée dans la gestion d'actifs au service de clients privés et institutionnels. Basée à Genève et présente dans plus de 20 implantations à travers le monde, l'UBP emploie 2140 collaborateurs et dispose de 154 Md de francs suisses d'actifs sous gestion (chiffres au 31 décembre 2024). ■

Marianne Di Meo

Disclaimer : La présent document est fourni uniquement à titre d'information, son contenu ne constitue ni un conseil en investissement ni une recommandation du Groupe UBP. Les performances passées ne préjugent pas des résultats actuels ou futurs. Toute prévision ou prédiction fournie n'est qu'indicative et n'est en aucun cas garantie. Le prospectus du fonds n'est pas disponible en français.



Le fonds est géré par **Benjamin Schapiro** et son équipe. Il a rejoint l'expertise convertibles en 2016 en qualité de gérant de portefeuille senior puis en a assuré la direction jusqu'au rapprochement avec l'équipe Fixed Income d'UBP dirigée par Philippe Gräub. Benjamin Schapiro a près de 15 ans d'expérience dans la gestion de convertibles, acquise auprès de BNP Paribas, d'Acropole Asset Management et de la Financière de l'Echiquier. Il est titulaire du Magistère Banque, Finance, Assurance de l'université Paris-Dauphine, ainsi que d'un master en Finance Quantitative et Gestion des Risques de l'université Bocconi (Milan). Il est par ailleurs titulaire de la charte CFA.

## Les convictions de l'équipe de gestion

### Quel regard portez-vous sur les performances de la classe d'actifs au cours des derniers mois ?

Nous avons connu une année 2024 en deux temps : jusqu'au mois de juillet, la performance des obligations convertibles était en retrait par rapport à celle des actions, cette dernière étant largement tirée par les 7 magnifiques; on a ensuite assisté à un mouvement de broadening (diffusion de la performance) favorisant les small/mid caps, ce qui a constitué un important moteur de performance pour la classe d'actifs. Les capitalisations boursières inférieures à 10 Md€ représentent en effet environ 50 % du gisement global. Au final, le marché des obligations convertibles globales a terminé l'année dernière en hausse de 10 %, à comparer à une progression de 1,7 % pour les obligations et de 20 % pour les actions\*.

Les convertibles ont par ailleurs bien tenu pendant la phase de baisse de ce début d'année 2025.

Le comportement de ces instruments est à nouveau en phase avec les attentes des investisseurs, à savoir une capacité à bien capter les hausses des marchés actions et une protection dans les périodes de repli. Ceci confirme l'intérêt des obligations convertibles dans le cadre d'une allocation d'actifs globale. Les flux de décollecte observés ces dernières années se sont d'ailleurs estompés et les bases semblent aujourd'hui bonnes pour que les clients réinvestissent la classe d'actifs.

### La configuration de marché actuelle semble en effet plutôt favorable pour les obligations convertibles...

Les piliers de performance des obligations convertibles nous paraissent plus équilibrés. En ce qui concerne le pilier obligataire, les taux d'intérêt ont depuis 2022 retrouvé des niveaux plus élevés qui permettent aux convertibles d'offrir à nouveau du rendement. Quant au pilier actions, grâce auquel elles délivrent de la performance à long terme, on observe que les perspectives économiques restent globalement bonnes (hors récession auto-infligée par les Etats-Unis) même si la visibilité se dégrade. Enfin, il ne faut pas oublier que la composante optionnelle vaut plus cher dans des marchés volatils, ce qui a un effet de protection à la baisse. Dans le contexte actuel, les obligations convertibles ont le double avantage de permettre de prendre du risque – et donc d'avoir des rendements proches de ceux des actions sur longue période – tout en limitant la volatilité. En outre, il faut garder à l'esprit que la hausse des taux enclenchée en 2022 a entraîné une décote des small/mid caps, qui représentent une part significative du gisement, comme précédemment évoqué. Leurs niveaux de valorisation sont aujourd'hui historiquement bas, surtout en relatif au marché actions dans son ensemble. Leur éventuel rattrapage boursier constituerait donc un moteur de performance pour la classe d'actifs.

### Qu'en est-il du marché primaire ?

Les émissions d'obligations convertibles avaient atteint un niveau historique de 160 Md\$ en 2020, soit le double par rapport au montant annuel moyen levé. Les maturités étant de cinq ans en moyenne, les entreprises doivent aujourd'hui se refinancer.

On a déjà observé une accélération de l'activité sur le marché primaire l'an dernier, à hauteur de 120 Md, et, au premier trimestre, le rythme est resté cohérent avec ce qui s'est passé en 2024 (avec beaucoup plus d'émissions aux Etats-Unis et en Asie qu'en Europe et au Japon). Ces opérations offrent des opportunités d'investissement intéressantes puisqu'elles permettent en moyenne de capter une décote à l'émission grâce à des conditions d'émission attractives. On constate depuis plusieurs trimestres un bon équilibre entre l'offre et la demande. En moyenne et sur 1 an glissant, les coupons des nouvelles émissions sont de l'ordre de 3 % aux Etats-Unis comme en Europe (source BAML).

\* Indice Refinitiv Global Hedged € pour les convertibles, Bloomberg Global Aggregate TR Hedge € pour les obligations et MSCI World Hedged € pour les actions.



## Obligations sécurisées : l'alternative pertinente pour rémunérer ses liquidités

**Les investisseurs prudents ne sont pas condamnés à percevoir des rendements négatifs sur leurs dépôts. Exploiter les opportunités offertes par les obligations sécurisées, en raison de leur sûreté, et adopter une approche dynamique pourraient constituer une alternative judicieuse pour faire fructifier leurs liquidités.**

Par **David Benmussa**, directeur exécutif - Nordea AM - Régional Head France & Benelux

**D'**ici la fin de 2025, près de 1000 Md€ de dépôts à terme vont arriver à échéance. Cependant, avec l'assouplissement monétaire continu de la Banque centrale européenne (BCE), les rendements de ces dépôts deviennent de moins en moins attractifs. Depuis juin 2024, la BCE a procédé à cinq baisses de taux d'intérêt, signalant un ralentissement de l'inflation dans la zone euro. De nouvelles baisses sont attendues tout au long de l'année. C'est ainsi que pour relancer l'économie atone de la zone euro, la BCE pourrait ramener le taux de dépôt à moins de 2 %.

Pour les investisseurs prudents en quête d'une rémunération de leurs liquidités, des rendements réels négatifs sur les dépôts à terme (c'est-à-dire ajustés de l'inflation) pourraient bientôt redevenir une réalité, une évolution inédite depuis 2022. Cette situation pousse les investisseurs à se tourner vers des solutions obligataires alternatives à faible risque, susceptibles d'offrir une rémunération bien supérieure à l'inflation.

Si les obligations d'Etat peuvent constituer une option en raison de leur faible risque de défaut, se concentrer uniquement sur ce segment obligataire n'est pas idéal. En effet, elles subissent actuellement la pression de l'augmentation de l'offre de dette des Etats membres de l'UE en raison des déficits budgétaires persistants, ce qui pourrait affecter leurs rendements et entraîner des pertes importantes, comme on peut déjà l'observer depuis le début de l'année.

D'autres instruments obligataires peuvent offrir le même niveau de sûreté que les obligations d'Etat : les obligations sécurisées. Pour ceux qui ne connaissent pas cette classe d'actifs, les obligations sécurisées sont émises par des établissements financiers, garantis par un pool d'actifs composé de prêts hypothécaires résidentiels ou de prêts au secteur public. Ces obligations offrent aux investisseurs deux niveaux de protection : le recours aux actifs de l'émetteur et l'accès au pool d'actifs de couverture, généralement sur-collatéralisé. Cette double

protection explique en partie pourquoi, depuis l'émission des premières obligations sécurisées il y a plus de 200 ans, aucun défaut n'a jamais été constaté<sup>1</sup>.

C'est ainsi qu'une gestion active et dynamique reposant sur un univers élargi de titres obligataires de grande qualité, comprenant des obligations d'Etat et des obligations sécurisées prendrait tout son sens.

Cela pourrait permettre à l'investisseur d'exploiter les opportunités dès qu'elles se présentent et de générer un potentiel de rendement plus régulier au fil du temps grâce à une allocation plus diversifiée et dynamique. Par ailleurs, les marchés obligataires sûrs sont inefficaces ; par conséquent, selon nous, une gestion active avisée peut créer de la valeur.

Malheureusement, cela pourrait ne pas suffire aux investisseurs privilégiant la préservation du capital ou un faible risque, car les obligations de grande qualité sont également sensibles aux fluctuations des taux d'intérêt. C'est pourquoi il est primordial de pouvoir élaborer une stratégie qui ne cherche pas à prévoir l'évolution des taux d'intérêt, mais qui, au contraire, offre une exposition limitée au risque de taux et un potentiel de rendement dans divers environnements de marché. Bien que cela puisse paraître impossible, les investisseurs expérimentés et actifs chercheront à exploiter les inefficiences et à générer un alpha régulier en complément de leurs liquidités.

Si la faiblesse des rendements des dépôts à terme en Europe représente un défi pour les investisseurs prudents, elle ouvre également la voie à des stratégies d'investissement plus dynamiques et potentiellement plus rémunératrices. En se diversifiant dans des instruments obligataires de grande qualité, tels que les obligations d'Etat et les obligations sécurisées, les investisseurs bénéficient d'une protection et d'une stabilité accrues, tout en gérant activement les risques et les opportunités dans un contexte macroéconomique en constante évolution. ■

<sup>1</sup> I. Nordea Investment Funds, S.A., Décembre 2024.

PLUS  
D'ANALYSES  
SUR  
fundsmagazine.fr



**3<sup>e</sup> ÉDITION**



# OPERATING PARTNERS DAY 25

L'événement français dédié à la création de valeur financière et économique du métier d'Operating Partner

**JEUDI 5 JUIN 2025 - PARIS**

## Quels piliers actionner pour accompagner la croissance et pérenniser les entreprises?

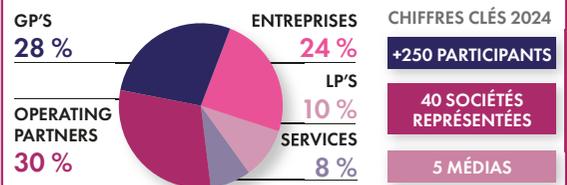
✓ **Un contenu et des informations dédiées au contexte**

✓ **Un réseau et des contacts de haut niveau**

✓ **Des retours d'expériences**



✓ **Qui allez-vous rencontrer?**



EN PARTENARIAT AVEC



**Deloitte.**



EN ASSOCIATION AVEC



**Board Project**

PARTENAIRES MEDIAS

**CFNEWS**  
L'INFO ET L'ANALYSE DE L'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Le nouvel  
**Economiste**

**ECORESEAU**  
BUSINESS

Option  
**DRONT AFFAIRES**

**Finyear**

**NextStep**  
LE MAGAZINE DES START-UPS ET DES ENTREPRENEURS

Option  
**Finance**

**PRIVATE EQUITY**  
SOCIÉTÉS REPRÉSENTÉES

S'INSCRIRE



Contact : Service Evénements  
service.evenements@optionfinance.fr  
01 53 63 55 86

HAIR *rituel*  
by **sisley**  
PARIS

# LE SÉRUM ANTI-CHUTE N°1

FORTIFIE • FREINE LA CHUTE • DENSIFIE

51  
PRIX  
INTERNATIONAUX\*

HAIR *rituel*  
by **sisley**  
PARIS

Le Sérum  
Revitalisant Fortifiant  
*pour le cuir chevelu*

Revitalizing Fortifying  
Serum  
*for the scalp*

\*Prix de la presse internationale  
depuis 2018.

