

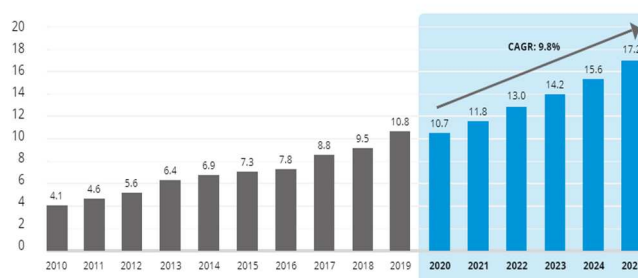
La présente synthèse a été inspirée par la table ronde de l'*Observatoire EPS* sur les "Actifs illiquides : de nouvelles opportunités pour l'Épargne Retraite ?" qui s'est tenue le 25 mars 2021. Nous remercions tout particulièrement pour leurs contributions :

- **Gregory Benhamou**, Head of Alternatives Distribution, **BlackRock**
- **Emmanuel Codet**, Senior Manager, **Galea & Associés**
- **Marc Guittet**, Directeur Associé, **123 IM**
- **Yanning MA**, Head of investment solutions, **BNPP E&RE**
- **Louis-Renaud Margerand**, Product Specialist Real Estate, **SwissLife Asset Managers**
- **Franck Nicolas**, Insurance & Pension Solution Manager, **BNPP AM**

La loi PACTE a ouvert l'épargne retraite des entreprises aux actifs illiquides, une classe d'actifs hétérogène qui va de la dette privée, aux infrastructures, en passant par l'immobilier, les hedge funds, les ressources naturelles, le capital développement, le capital-risque, ou encore le leverage buy-out. La présente synthèse permet de s'interroger sur ces nouveaux univers d'investissement, leurs spécificités et l'opportunité de leur intégration dans les dispositifs d'épargne retraite d'entreprises.

Les actifs illiquides se caractérisent par leur plus grande difficulté à être rapidement échangés sur un marché. Cette complexité réside dans le déséquilibre entre offre et demande notamment en termes de prix, contrairement aux marchés réglementés. Ce risque d'illiquidité est indépendant de la conjoncture, mais peut être renforcé par des turbulences sur les marchés financiers.

Alternative Assets under Management (\$tn)*



*2020 figure is annualized based on data to October. 2021-2025 are Preqin's forecasted figures.

Source: Preqin

EN RESUME...

Dans un contexte de taux bas et de marchés actions incertains, la recherche de la rentabilité bat son plein. En effet, les politiques d'investissement évoluent : les investisseurs et épargnants souhaitent ne plus se limiter aux seules classes d'actifs traditionnelles qui présentent toujours un risque, mais des rendements relativement faibles. Les actifs illiquides peuvent représenter une réponse à ce besoin de diversification. Bien que parfois plus risqués que des actifs traditionnels, ils peuvent générer un rendement plus élevé. Le risque réside dans la possibilité d'acheter aujourd'hui sans être certain de pouvoir revendre quand on le souhaite et à un prix attendu. Cette illiquidité se traduit par un surplus de rémunération qu'on appelle prime d'illiquidité.

La loi PACTE dans son objectif de renforcer l'épargne retraite des entreprises, a ouvert cette classe d'actif aux nouveaux PER (plans d'épargne retraite) pour diversifier l'allocation des portefeuilles et optimiser leur rendement.

Cette classe d'actifs appartient aux marchés privés, en pleine croissance. Ces actifs sont donc confrontés aux asymétries d'information, puisque les échanges sont réalisés sur des marchés non réglementés. Cela pousse donc les gérants, les investisseurs, et les institutionnels à renforcer leur expertise. Cette nouvelle dynamique donne lieu à de nouveaux modes de gestion entre actifs traditionnels et illiquides qui génèrent de nouveaux risques notamment par rapport à la valorisation des portefeuilles. Bien que les actifs illiquides présentent de nombreux avantages et favorisent le financement de l'économie réelle, il convient d'appréhender leurs spécificités et de s'assurer de leur possible intégration dans les supports d'épargne retraite des entreprises.

QUELLES SONT LES SPECIFICITES DES ACTIFS ILLIQUIDES ?

L'appétit quasi-universel pour les actifs « alternatifs » provoque un changement dans le rapport de force entre les marchés cotés en quête de rentabilité et les marchés privés plus rentables. En 2020 dans le monde, plus de 2.900 milliards de dollars ont été investis dans le non-côté. Des entreprises de toute taille sont en quête de financement alternatif, ce qui suscite l'intérêt de l'ensemble des clients – institutionnels, wealth et particuliers.

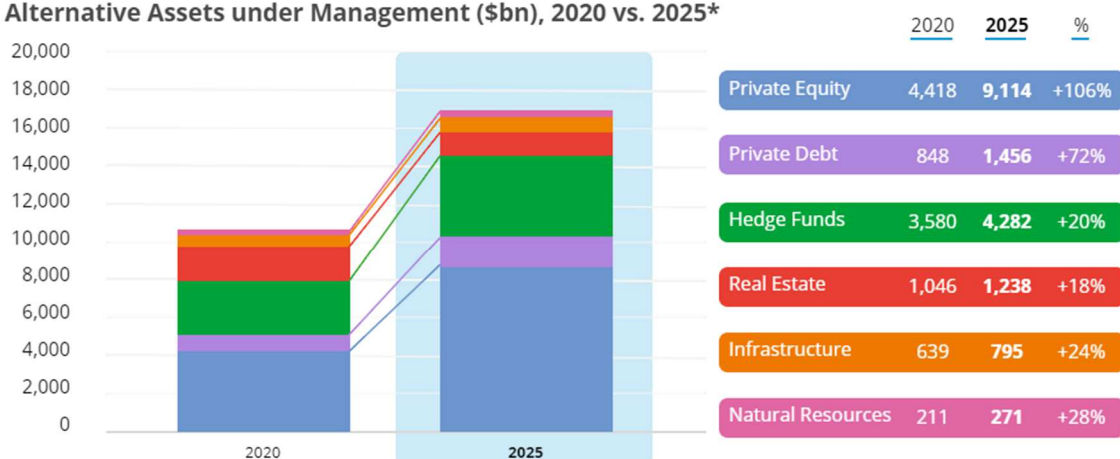
Cet engouement se traduit par la spécificité de **ces actifs qui procurent de nombreux avantages par rapport aux actifs traditionnels** (actions, obligations) :

- Une rémunération supplémentaire, la prime d'illiquidité
- Diversification du portefeuille, qui vise à réduire sa volatilité et ainsi les variations de prix
- Adossement actif-passif sur des engagements longs avec une vision claire des cash-flow futurs
- Décorrélation avec les autres actifs traditionnels du portefeuille

Le profil des investisseurs est différent puisque la détention de ces actifs s'apparente à du long terme :

- Dette privée 3 à 5 ans
- Private Equity 5 à 10 ans en moyenne
- Plus de 10 ans pour l'infrastructure

Alternative Assets under Management (\$bn), 2020 vs. 2025*



*2020 figure is annualized based on data to October. 2021-2025 are Prequin's forecasted figures.

Source: Prequin

Le Private Equity (PE) ou Capital Investissement consiste à financer une entreprise par des fonds propres, des quasi-fonds propres (comptes courant d'associés, obligations convertibles) ou de la dette. Ces investissements viennent supporter des pertes, des stratégies de croissance interne ou externe ou encore favoriser la transmission de l'entreprise.

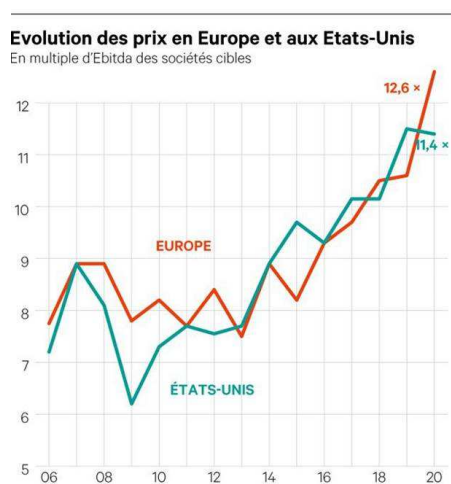
Les opérations de PE reposent sur quelques notions clés, de l'origine du financement à son application, plusieurs étapes interviennent :

- Définir une stratégie claire et précise (secteur d'activité, taille de l'entreprise, timing d'exécution, logique de sortie)
- Organiser l'opération (préparation, analyse, négociations, finalisation, investissement, suivi, sortie)

Le marché du Capital Investissement se divise en plusieurs sous-catégories qui présentent chacune leurs spécificités :

- Venture Capital, investissement en fonds propres pour que l'entreprise finalise sa R&D et valide un concept original
- Développement Capital, investissement en fonds propres afin d'accompagner le développement de la société en augmentant sa capacité de production, développer de nouveaux marchés, améliorer ses produits, apporter des liquidités
- LBO, rachat d'une société au moyen d'une holding dotée d'une forte proportion d'endettement utilisé comme effet de levier, dont le remboursement sera assuré par les remontées de dividendes générés par la société cible
- Capital Retournement, investissement en fond propre pour accompagner et redresser des sociétés en difficultés
- Fond de fonds, les sous-jacents du portefeuille sont d'autres fonds analysés et sélectionnés parmi les meilleurs fonds d'investissement du marché. Ils visent une performance moins risquée par la sélectivité et la diversification

La dynamique actuelle pour le secteur du PE montre que ces fonds étaient conscients d'une possible récession depuis plusieurs années. Ce n'est donc pas étonnant que plusieurs aient prospéré depuis le début de la crise liée au Covid-19. Les investissements en Venture Capital dans le secteur de la tech (finance, santé, Saas) sont prépondérants depuis plusieurs années, avec un tiers de ces investissements, tendance stimulée par la pandémie qui a aussi révélé qu'une solide reddition de comptes peut coexister avec une bonne gestion des facteurs ESG et des investissements socialement responsables et à impact.



Les fonds immobiliers sont plus connus du grand public. De ce fait, l'investissement dans des OPC immobilier non-côtés peut constituer une porte d'entrée dans les actifs illiquides. En effet, la gestion collective immobilière présente de nombreux avantages du sourcing et l'acquisition d'un bien jusqu'à sa gestion et revente. Le principal étant de confier la gestion de ses capitaux à un professionnel qui se charge de les investir. De plus, la diversification dans les valeurs immobilières minimise la perte en capital. L'environnement actuel favorise les OPC immobiliers labellisés ISR.

Les fonds d'infrastructure constituent une autre classe d'actifs illiquides. L'apparition de ce type d'investissement provient de la rencontre entre le besoin de financement d'infrastructures nouvelles ou existantes en favorisant les thèmes des 3Ds (digitalisation, décarbonisation, dé-globalisation) et la volonté des investisseurs à financer des projets de long terme plus rentables et plus responsables. Ce marché représente une grande résilience, ainsi qu'une valorisation à la hausse avec plus de 2 500 milliards de dollars d'investissement par an d'ici les 20 prochaines années. Ils intègrent des financements en capital et par la dette.

Les actifs illiquides semblent posséder de nombreuses qualités, cependant leur développement fait face à plusieurs obstacles :

- Il ne faut donc pas se laisser aveugler par la "sur-rémunération" de ces actifs qui présentent des risques plus importants et des performances plus dispersées que les actifs traditionnels.
- Face à leur complexité, ils doivent être analysés, appréhendés et contrôlés au-delà des seuls indicateurs financiers. En effet, d'autres éléments extra-financiers comme la qualité du projet, les critères ESG et ISR, les risques microéconomiques sont à prendre en considération. Les informations restent limitées et hétérogènes ce qui complique la comparaison avec les autres actifs du portefeuille.
- Ces investissements ont donc poussé les gérants, les investisseurs, et les institutionnels à consolider leur expertise.

QUELLES SOLUTIONS POUR LEUR INTERGRATION DANS L'ÉPARGNE RETRAITES DES ENTREPRISES ?

L'épargne retraite semble particulièrement bien adaptée à l'investissement en actifs illiquides : ils s'adaptent parfaitement à la phase de constitution des droits, car ils présentent une opportunité d'investissement à long terme.

L'expérience des assureurs vie, qui investissent depuis plusieurs années dans les actifs illiquides notamment immobiliers, peut fournir des indications sur la voie à suivre. Les assureurs vie se tournent vers ces classes d'actifs illiquides pour diversifier les placements de leur actif général dans un environnement de taux bas. De manière générale, ils investissent dans une poche de diversification à côté des traditionnels actifs obligataires (par exemple 50% en obligations et 50% en infrastructure).

Au niveau opérationnel, les teneurs de compte et les sociétés de gestion gèrent déjà des FCPE à valeur liquidative mensuelle et trimestrielle, comme c'est souvent le cas en matière d'actifs illiquides du fait des contraintes mentionnées plus haut. Cela nécessite sans doute plus de communication, surtout quand ces fonds sont logés dans des PER à côté de fonds à valeur liquidative journalière.

L'intégration d'actifs illiquides dans des dispositifs d'épargne salariale ou retraite nécessite également des « précautions à prendre ». Sans viser l'exhaustivité on peut citer parmi celles-ci :

- Contraintes réglementaires différentes selon qu'il s'agit de PER « compte titres » ou de PER « assurantiel »
- Interprétations parfois différentes de la réglementation selon les opérateurs
- Réglementation, notamment AMF, nécessitant des précisions en lien avec les évolutions mise en œuvre par la loi PACTE
- Mécanismes spécifiques de liquidité (PE) à organiser pour les sorties en capital des PER
- Recours aux FCPR pour une meilleure gestion de la liquidité (valorisation, liquidité... : il existe différentes méthodes dont certaines pourraient être privilégiées) ?
- Sous-estimation de la volatilité du fait de la faible fréquence de valorisation
- Approches différentes selon les classes d'actifs concernées (ex. ressources naturelles, utilisation de futures ou investissement dans des entreprises minières, forêts, terres agricoles... ?)
- Investissement direct ou indirect ?
- Absence de benchmarks....