



association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 76

Juin 2025

LA LETTRE D'INFORMATION TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION FRANÇAISE
DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

DOSSIER Af2i

Disponible sur www.af2i.org

"Contenus Membres"



Les Dossiers de l'Af2i

ESG et financement de l'industrie de défense

Mars 2023

Édito

L'incertitude

Le retour de l'incertitude est la conséquence la plus citée pour commenter l'évolution des affaires depuis l'arrivée de Trump au pouvoir. Bien sûr, disons-le tout de suite, ce n'est pas un compliment. Une espèce de litanie emplit alors nos oreilles : incertitude sur les droits de douane, incertitude sur la protection de l'Europe ou d'autres pays par les États-Unis, incertitude sur les décisions budgétaires et la croissance, incertitude sur les administrations fédérales et leur solvabilité, incertitude sur les universités et sur les appétits américains pour absorber leurs voisins, etc. Tout y passe et justifierait un attentisme des acteurs économiques qui devrait se révéler vite problématique.

Cette critique est-elle fondée et pertinente ?

Nous pouvons répondre à cette question de deux façons. La première est de dire oui, c'est vrai, le président américain n'est plus dans le rôle qu'ont interprété, avec plus ou moins de brio, ses prédécesseurs depuis la fin de l'empire soviétique : il transgresse sans cesse des règles, des façons de faire ou des usages. Dès lors, le scénario bien rodé qui est censé décrire le fonctionnement du monde est perturbé. Quelle sera la suite ? Que faire dans ce contexte ? L'incertitude est dorénavant la règle. Pire, on apprend dernièrement que tous les pouvoirs de la présidence américaine, en fait, ne sont pas constitutionnels ! Mais qui décide alors ? Les États-Unis et leur bicamérisme ont-ils pour modèle l'Italie ? Oui, l'incertitude est totale.



La seconde façon est de répondre par une autre question : ce qui est présenté comme un retour, est-ce vraiment un retour ? Ces dernières années, bien que les Américains qualifient cette période de grande modération (The Great Moderation), la croissance, l'évolution du monde étaient-elles aussi maîtrisées que cela ? Rien n'est moins sûr. On peut, en effet, soutenir que l'incertitude ressentie aujourd'hui tient moins aux actions désordonnées qu'à une vision plus réaliste des situations jusque-là masquées par une sorte de théâtre. Paradoxalement, l'apparent désordre de l'administration Trump ne pourrait être qu'une réponse à des phénomènes et tendances insoutenables qui permettraient d'affirmer que les administrations Biden (Obama, Bush...) faisaient « danser au-dessus d'un volcan » l'Amérique et le monde. On peut ainsi citer : l'augmentation incessante des dettes de toutes

natures dans le monde, qui sont plus de 50 % plus élevées qu'après la crise de 2008, la pérennité du déséquilibre des échanges commerciaux : cette année, l'excédent chinois bat encore des records, etc.

Mon propos ne sera pas de départager entre ces deux réponses. Le débat reste ouvert. Mais je voudrais saisir cette occasion pour pointer le fait que l'incertitude n'est pas, a priori, un mal, car l'incertitude est une réalité que tous, individuellement et collectivement, nous affrontons dans nos vies personnelles, professionnelles et sociales. L'incertitude est au cœur des existences : sans incertitude, il n'y a pas d'espoirs, il n'y a pas de projets pour les combler, or nous en faisons sans cesse, et les aventures que nous vivons parfois n'en seraient pas. Sans incertitude, la responsabilité est sans fondement, l'engagement et tout ce qui fait le sel des vies seraient donc anecdotiques.

Si cette incertitude existe, elle est multiple, elle a différentes natures. On peut même dire que la réduction de l'incertitude est en fait le but du travail et de la connaissance, mais elle n'empêche pas d'agir résolument. Notre monde financier est confronté à cette incertitude, et tout particulièrement les institutionnels qui pratiquent l'investissement à long terme. Ces dernières années, le contrôle des organisations et la notion du risque et de sa mesure ont été déployés pour réduire cette incertitude. À l'Af2i, nous avons été au cœur de cette transformation. Toutefois, ayant appliqué avec détermination les prescriptions, nous avons aussi attiré l'attention sur les limites de la démarche devenue réglementaire, non seulement en analysant la qualité des modèles sous-jacents, mais aussi en pointant notamment ses conséquences sur la complexité, la rigidification et la focalisation mimétique des intervenants. Car il faut avoir conscience que l'incertitude n'est jamais réduite totalement. Dès lors, vouloir vivre, personnellement ou collectivement, sans incertitude est une illusion, et l'histoire nous apprend que cette illusion est un sentiment dangereux.

Souhaitons alors que cette incertitude, ainsi réintroduite dans l'espace médiatique et social, soit l'occasion pour chacun de réfléchir et de s'interroger sur la pertinence de ses choix.

Inflation réglementaire

Comment (enfin) l'arrêter ?

L'inflation réglementaire est un sujet récurrent, mais le traiter vraiment suppose d'en comprendre les causes. Pourquoi tous ces textes qui finissent par étouffer initiatives et activités ? **HUBERT RODARIE**

En fait, cette normalisation excessive résulte d'un mouvement presque centenaire qui touche peut-être ses limites. Son objectif : remplacer le gouvernement des organisations sociales fondé sur un pouvoir discrétionnaire ou délibératif, par ce qui est appelé le gouvernement par les règles. Ces règles découlent de principes adoptés par consensus qui permettent de développer des modèles permettant de prévoir les résultats qui seront obtenus par l'application des dites règles. Dès lors, derrière chaque règle se cache un principe devenu invisible.

Or, lorsque dysfonctionne un ensemble gouverné par des règles, si le principe adopté est en cause, alors aucun dispositif ne peut pallier pleinement les effets logiques de son application. Dès lors les dispositifs se complexifient par additions successives de mesures, face à des incidents qui seront récurrents. L'inflation réglementaire serait donc la conséquence des imperfections ou de l'inadéquation des principes qui fondent les réglementations.

Par exemple cherchons les principes utilisés par le *Financial Stability Board* (FSB)¹ dans sa dernière consultation sur « l'effet de levier des institutions financières non bancaires (IFNB) ».

Que lit-on ? L'effet de levier est « une caractéristique des économies et des marchés financiers modernes... Il améliore les rendements ». Les chocs encaissés suivent deux canaux « la liquidation des positions et les contreparties »².

Rien n'indique que l'effet de levier, qui est un crédit finançant un investissement, a un effet symétrique selon la situation : il augmente autant les pertes que les gains. De même, les deux canaux décrits ne sont pas distincts. Le document décrit un effet dit de feedback, mais à tort car ce n'est pas une rétroaction mais l'inverse, un effet d'amplification lorsque plusieurs entités se trouvent à faire la même chose au même moment. Post 2008, ces effets étaient qualifiés de procycliques, car ils créent parfois des corrélations inattendues et destructives. Ici le mot n'apparaît pas.

Les IFNB³ sont vues comme une jungle aux risques inconnus où « interconnexion, concentration et déséquilibres de liquidité sont particulièrement prononcés ». Curieux, car les IFNB sont pour la plupart des fonds d'investissement, des compagnies d'assurance ou des fonds de pension, tous déjà très surveillés et réglementés. De fait le rapport sur

lequel se fonde la consultation, sans remettre en cause les pratiques, va identifier des « lacunes dans les informations réglementaires... la gestion des risques » et pointent des incongruités diverses, des arbitrages réglementaires, etc. La consultation, dès lors, portent sur des préconisations pour l'identification et le suivi des risques et des concentrations, l'augmentation des garanties, le risque de contrepartie, la sensibilité et les tests de résistance.

En synthèse cette consultation ne propose que des mesures préventives pour éviter l'occurrence d'une crise financière en recherchant 1) le renforcement de la solvabilité de chaque intervenant et 2) une meilleure information statistique des entités.

Ces principes sont hélas insuffisants

Le premier ne tient pas compte des interactions entre les entités. Les mesures proposées se concentrent sur les entités mais ne traitent pas les effets des pratiques au niveau global. Ainsi l'appel de marge, efficace pour réduire le risque de contrepartie d'une entité, peut être dangereux au niveau global car la synchronisation des appels de marge peut provoquer une crise de liquidité, et ce quelque soit la qualité de l'évaluation et du contrôle des risques de contrepartie des entités. Anticiper ce type de propriétés qualifiées d'émergentes est donc essentiel pour valider l'effet des pratiques, même correctes pour l'entité, sur la solidité du système global. Car le véritable danger est bien le passage brutal d'une situation ordinaire à une situation de crise du système global.

Le second principe est lui aussi critiquable car supposer qu'une toujours meilleure information statistique des entités améliore la sécurité financière du secteur financier global par sa meilleure connaissance relève d'une illusion selon laquelle le risque n'est que le résultat d'une ignorance.

Que faire alors ? Beaucoup plus simple et beaucoup plus difficile : Combattre l'inflation réglementaire, c'est donc avant tout questionner les principes pour restructurer les organisations et non pas se contenter de les réglementer toujours plus.

1. FSB ou CSF Conseil pour la Stabilisation financière organisation internationale qui a pour ambition de coordonner les différentes politiques prudentielles du secteur financier.

2. In Document de la consultation février 2025 §2.1.

3. Id. § 2.2

L'Af2i

Association Française des Investisseurs Institutionnels
58, rue de Lisbonne 75008 Paris
Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901
Agrément n°00155634 délivré le 26/07/02 à Paris

Contacts

Hubert Rodarie, Président
Éric Sidot, Délégué général
Christelle Pattegay, Responsable administratif
Lætitia Coly, Chef de projet éditorial
af2i@af2i.org
www.af2i.org
Tél. +33 (0) 1 42 96 25 36

 Suivez-nous sur LinkedIn

SOMMAIRE

3 Edito

4 Inflation réglementaire Comment (enfin) l'arrêter ?

6 Construction de portefeuille Les nouveaux défis

8 Inflation Les assureurs ajustent leur allocation stratégique

11 Prix académique Af2i 3 questions à Jérôme André, lauréat du Prix Spécial

12 Défense européenne L'autonomie stratégique une nouvelle priorité

16 Immobilier : quelles opportunités ? Le secondaire pourrait apporter une réponse

20 Immobilier logistique Pourquoi est-il toujours attractifs ?

24 Fonds de continuation Le meilleur du Private Equity

28 Hexagone Metrics Un outils SAAS de suivi des actifs de placement des investisseurs

32 Risques climatiques Evaluation du stress-test financier sur l'indice MSCI

37 La presse parle de L'Af2i

38 Infrastructures La compétitivité européenne sera bénéfique au marché

41 38^e édition du prix Turgot Les lauréats 2025

44 Des réseaux adaptés à l'avenir La prochaine phase de la transition énergétique

42 Gestion active ou ETF Pourquoi choisir ?



Construction de portefeuille

Les nouveaux défis

La construction de portefeuille fait aujourd'hui face à de nouveaux défis structurels. L'évolution du cadre réglementaire, la concentration croissante des indices, l'essor des stratégies smart beta, l'intégration des critères ESG et la remise en question de l'hégémonie du dollar américain rendent nécessaire de repenser, en partie, les approches traditionnelles.

Les exigences réglementaires de transparence sur les frais (MIFID 2 par exemple) et la problématique du value for money incitent à revoir l'allocation d'actifs, y compris celle des stratégies diversifiées. Traditionnellement, l'allocation d'actifs repose sur des indices qui ne prennent pas en compte de manière explicite les frais des différentes classes d'actifs. Par exemple, la dette émergente présente des total cost of ownership (TCO) de l'ordre de 120 points de base contre 40 pour les obligations gouvernementales de la zone Euro. Intégrer ces coûts revient à redessiner la frontière efficiente : des actifs a priori attractifs peuvent perdre tout ou partie de leur intérêt une fois ces frais pris en compte. Nos recherches montrent qu'une classe d'actifs onéreuse ne trouve sa place qu'à partir du moment où elle est apportée un gain important de diversification.

Par ailleurs, au cours des dernières années, la concentration de la performance sur un nombre réduit de titres a fortement pénalisé les gestions actives : la diversification des portefeuilles et les critères ESG ont poussé les gérants actifs à sous-pondérer ces titres (les fameux « BATM-MAAN* » et « GRANOLAS** » aux Etats-Unis et en Europe). Une approche visant à combiner gestion passive à bas coût pour obtenir une exposition à ces titres, et gestion active de conviction sur les zones bénéficiant d'une plus grande dispersion et de plus grandes perspectives d'al-

pha, s'avère une stratégie payante. Cette stratégie s'applique parfaitement aux univers tels que les actions émergentes ou les petites capitalisations par exemple. Gestion passive et active s'avèrent ainsi complémentaires dans la mise en place de portefeuilles de Multigestion offrant les meilleurs couples « performance ajustée du risque/ coût ».

Les stratégies smart gagnent en popularité

Les stratégies smart beta qui combinent les avantages de la gestion passive (faibles coûts, transparence) avec une logique de sélection active fondée sur des facteurs ont largement gagné en popularité. Bien qu'attractive sur le papier, leur performance se trouve réduite par des coûts de transaction élevés du fait des rotations factorielles, mais aussi par un effet de timing : les flux d'investissement suivent souvent les périodes de surperformance, puis se retirent lors des creux, érodant le rendement obtenu par rapport à une stratégie de type buy-and-hold. La robustesse de certaines stratégies pose question du fait de backtests réalisés sur une période passée relativement limitée, qui biaise les résultats. Plus fondamentalement, certains facteurs peuvent traverser de longues périodes de sous-performance, par exemple la prime value n'a pas payé pendant près d'une décennie avant 2020, pénalisée par un environnement de taux bas. Pour limiter cet effet de cycle, certaines gestions dites



De gauche à droite :

Benoît BEGOC
Stratégiste quantitatif

Jaouad OLQMA
Responsable de la gestion
de portefeuilles

ABN·AMRO
Investment Solutions

Barbell cherchent à combiner plusieurs facteurs, par exemple la value et la croissance, afin de bénéficier de moteurs de performance complémentaires. Cependant, même cette approche a ses limites. La forte concentration des marchés, tirée par quelques grandes valeurs technologiques, a fortement desservi ce type de stratégies qui, par construction, ne présente pas de biais marqué et donc pas de surpondération excessive sur certains titres .

Le dilemme de l'allocation géographique

L'allocation géographique des portefeuilles, longtemps marquée par un biais domestique du fait d'une meilleure connaissance des marchés locaux, est également devenue un dilemme. Les Etats-Unis représentent aujourd'hui 65 à 70 % des indices globaux après une très forte surperformance des grandes capitalisations américaines. Le poids des Etats-Unis dans les portefeuilles a ainsi été le principal contributeur à la performance relative des portefeuilles diversifiés en 2024. Toutefois, alors que les tarifs douaniers américains ont provoqué un regain de volatilité, les investisseurs réalisent qu'une allocation calibrée sur des indices globaux implique un risque régional trop important. La solution est potentiellement de s'appuyer sur des indices alternatifs : indices équipondérés ou personnalisés reflétant une allocation stratégique long terme. Cette recalibration de l'allocation stratégique est d'autant plus importante que l'investissement ESG, en forte croissance ces dernières années notamment en Europe, tend à augmenter la concentration autour des pays développés qui affichent souvent de meilleurs standards ESG. Les exclusions mise en place dans les gestions durables peuvent également conduire à

des biais sectoriels et biais de style, en faveur du style croissance, du facteur qualité et des grandes capitalisations. Ces biais, s'ils ne sont pas maîtrisés, entraîne une sous diversification des portefeuilles. Afin de limiter ces effets, il est possible de recourir à une approche neutre en secteurs dite Best in Class. Une approche de transition visant à ne plus exclure une entreprise mais à la maintenir en portefeuille tout en définissant un plan d'engagement tangible s'avère également une stratégie efficace, offrant également un levier financier sur les valorisations.

Enfin, pour les investisseurs qui ne sont pas contraints sur le risque de devises, la question du risque de change mérite d'être analysée. Pendant longtemps, il était rationnel pour un investisseur européen de ne pas couvrir son exposition au dollar, celui-ci jouant un rôle de valeur refuge. La politique extérieure des Etats-Unis et le poids de la dette américaine pourraient remettre en question cette approche. Par ailleurs, le coût de la couverture du risque de change a nettement augmenté du fait du différentiel de taux d'intérêts entre Etats-Unis et zone Euro. Dès lors, une couverture systématique devient coûteuse et potentiellement destructrice de performance. Il convient donc d'adopter des approches plus fine comme par exemple ne couvrir que certaines poches du portefeuille, ou adopter une gestion dynamique du change, selon les conditions macroéconomiques et les niveaux de valorisation relatifs.

*Broadcaom, Apple, Tesla, Microsoft, Meta, Amazon, Alphabet, Nvidia

** GSK, Roche, ASML, Nestlé, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP et Sanofi.

3.65

INFLATION

%

Inflation

Les assureurs ajustent leur allocation stratégique

Le 14^e sondage annuel mondial sur l'assurance de Goldman Sachs Asset Management, révèle que la majorité des assureurs prévoient que le crédit privé générera les meilleurs rendements au cours de l'année à venir.

Dans un contexte géopolitique en évolution, une majorité d'assureurs se montrent à nouveau très préoccupés par l'impact de l'inflation sur leurs portefeuilles : 52 % d'entre eux considèrent l'inflation comme un risque macroéconomique majeur pour leurs investissements. Ce chiffre est en hausse par rapport à 42 % en 2024 et se rapproche des niveaux observés en 2023, selon le Sondage Mondial sur l'Assurance : Le Grand Tournant, 14^e édition annuelle du sondage mondial de Goldman Sachs Asset Management.

Malgré les conséquences potentielles de la hausse de l'inflation et du ralentissement de la croissance économique sur les marchés, la demande pour les actifs privés reste forte : 58 % des assureurs déclarent prévoir une augmentation de leur allocation au crédit privé au cours des 12 prochains mois.

Le Grand Tournant présente les réponses d'un nombre record de directeurs des investissements (CIO, Chief Investment Officer) et directeurs financiers (CFO, Chief Financial Officer) d'assureurs — 405 au total — dont les actifs combinés dépassent les 14 000 milliards de dollars, soit environ la moitié des actifs inscrits au bilan du secteur mondial de l'assurance. Réalisé entre janvier et février 2025, ce sondage vise à identifier les tendances émergentes de l'industrie mondiale de l'assurance. Les principaux domaines abordés incluent les ajustements stratégiques d'allocation d'actifs, les tendances en

matière de gestion de liquidité, ainsi que l'engagement continu en faveur des avancées technologiques.

«Notre 14^e Sondage sur l'assurance montre que les assureurs s'adaptent à un contexte économique changeant en se réorientant vers des classes d'actifs susceptibles d'offrir un bon équilibre entre rendement et risque et des avantages en matière de diversification», a déclaré Mike Siegel, Responsable mondial de la gestion d'actifs pour le secteur de l'assurance et des solutions de liquidité chez Goldman Sachs Asset Management. «Dans le cadre de cette réorientation à l'échelle du secteur, de nouvelles tendances importantes en matière de gestion de liquidité pourraient émerger.»

Les inquiétudes de l'inflation reviennent au premier plan

Alors que les décideurs du monde entier revoient leurs approches en matière de commerce, d'immigration et de fiscalité, l'impact potentiel de l'inflation sur les portefeuilles revient en tête des risques d'investissement.

Selon le sondage, les cinq principales préoccupations macroéconomiques pesant sur les portefeuilles d'investissement des assureurs sont :

- L'inflation (52 %)
- Le ralentissement économique / risque de récession aux États-Unis (48 %)
- La volatilité des marchés du crédit et des actions (47 %)
- Les tensions géopolitiques (43 %)



Francois ROSTAND
Managing Partner

Goldman Sachs

• Les droits de douane / conflits commerciaux (32 %)

«Alors que les investisseurs attendent plus de clarté sur les politiques à venir, beaucoup s'inquiètent de la possibilité que les marchés aient à faire face, en même temps, à une inflation persistante et à un ralentissement de la croissance économique aux États-Unis», a poursuivi M. Siegel. «Cela dit, 76 % des assureurs estiment que le taux des bons du Trésor américain à 10 ans se situera entre 4 % et 5 % d'ici à la fin 2025 — une fourchette en ligne avec celle de l'année écoulée —, ce qui soutient notre anticipation d'un repli progressif de l'inflation sous-jacente et notre vision optimiste de la croissance américaine.»

«Bien que les perspectives pour la zone euro et la Chine soient plus pessimistes, des opportunités d'investissement concrètes existent pour les investisseurs avisés cherchant à améliorer leurs rendements, ajustés au risque.»

La croissance des actifs privés ne montre aucun signe de ralentissement

Interrogés sur les classes d'actifs qui offriront, selon eux, les meilleurs rendements au cours des 12 prochains mois, les assureurs se montrent très optimistes vis-à-vis des actifs privés : le crédit privé (61 %) arrive en tête pour la deuxième

année consécutive. Le top 5 est complété par :

- Les actions américaines (57 %)
- Le capital-investissement (55 %)
- Le marché secondaire du capital-investissement (30 %)



Les investisseurs s'inquiètent de la possibilité que les marchés aient à faire face à une inflation persistante et à un ralentissement de la croissance économique aux États-Unis.

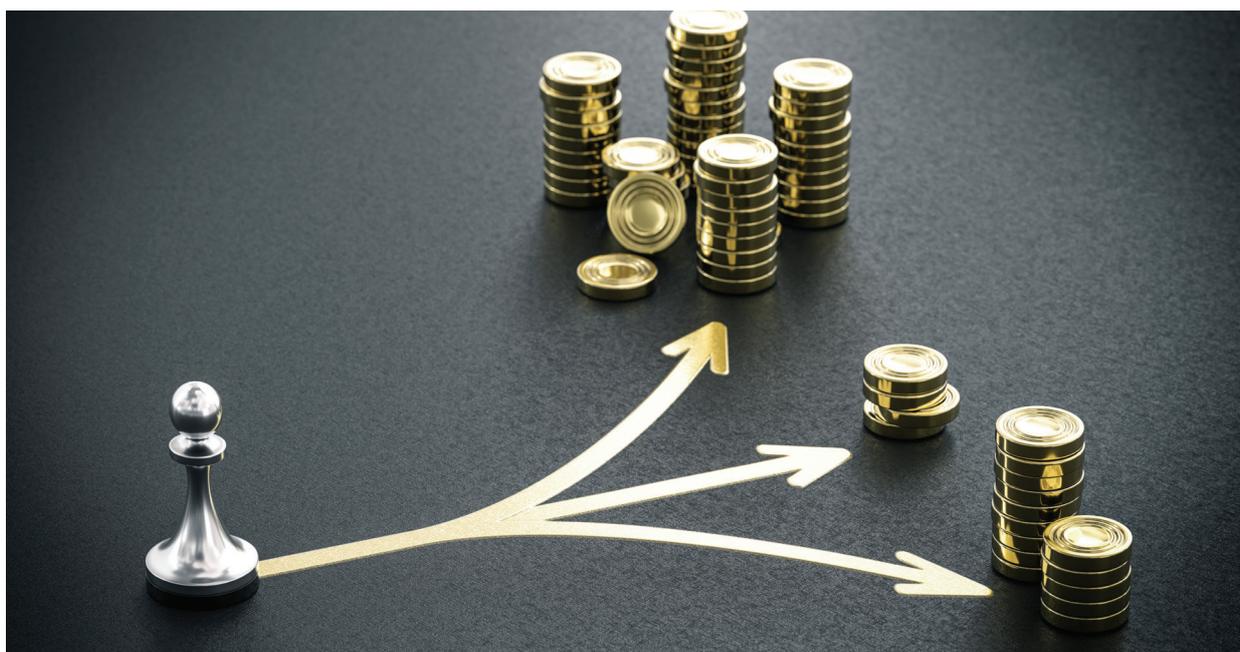
• La dette à haut rendement (28 %)

«Le marché du crédit privé a connu une transformation majeure au cours de la dernière décennie», déclare Matt Armas, Responsable mondial du secteur assurance chez Goldman Sachs Asset Management. «Nous prévoyons qu'il continuera de croître en 2025. Cette expansion offrira aux compagnies d'assurance de nombreuses opportunités pour diversifier leurs portefeuilles de prêts directs tout en recherchant des rendements attractifs ajustés au risque.»

La grande majorité des assureurs anticipent des rendements positifs pour l'indice S&P 500 en 2025 (83 %). Toutefois, après des hausses de 25 % en 2024 et de 26 % en 2023, les prévisions de cette année sont plus prudentes : 50 %

des répondants s'attendent à des rendements compris entre 5 et 10 %, et seulement 15 % anticipent des gains entre 10 et 20 %.

Dans l'univers obligataire, 35 % des assureurs prévoient d'augmenter leur exposition au risque de durée en 2025 — une baisse par rapport aux 42 % de l'an dernier. Ce recul reflète un



optimisme mesuré quant à la stabilité de l'environnement de taux d'intérêt, jugé toujours favorable aux investisseurs en quête de rendement.

Les ajustements d'allocation d'actifs privilégient les actifs privés

L'optimisme marqué envers les actifs privés pousse de nombreuses compagnies d'assurance à prévoir une hausse de leur exposition :

- 58 % au crédit privé
- 40 % à la dette privée de qualité investment grade
- 36 % au financement adossé à des actifs (asset-based finance)
- 32 % à la dette d'infrastructure
- 29 % au capital-investissement

Tandis que seuls 17 % des assureurs envisagent d'augmenter leur exposition aux actions américaines, et à peine 10 % aux actions européennes.

L'adoption croissante de l'IA stimule la consolidation du secteur

Les synergies opérationnelles et les économies d'échelle sont identifiées par 68 % des répondants comme les principaux moteurs de l'augmentation des fusions et acquisitions dans le secteur de l'assurance. L'adoption croissante de l'intelligence artificielle (IA) pour améliorer l'efficacité pourrait accélérer encore cette consolidation : 90 % des assureurs déclarent utiliser ou envisager d'utiliser l'IA, contre 80 % en 2024. 81 % de ceux qui envisagent d'adopter l'IA y voient avant tout un moyen de réduire leurs coûts.

«À mesure que la technologie d'intelligence artificielle progresse, elle laissera sans aucun doute une empreinte durable sur les assureurs du monde entier», déclare M. Armas.

«Certaines avancées amélioreront la sélection des risques et les performances opérationnelles, avec un impact potentiel sur l'ensemble du secteur, alors que les assureurs s'adaptent aux évolutions en cours.»

Méthodologie

Le 14^e Sondage Annuel Mondial sur l'Assurance de Goldman Sachs Asset Management a interrogé 405 directeurs des investissements (CIO, Chief Investment Officer) et directeurs financiers (CFO, Chief Financial Officer) de compagnies d'assurance sur l'environnement économique, les décisions d'allocation d'actifs, les anticipations de rendement, la construction de portefeuille et la capitalisation du secteur.

Nous avons reçu les réponses de 338 CIO et professionnels de l'investissement, 53 CFO et responsables financiers, ainsi que 14 personnes occupant à la fois les fonctions de CIO et de CFO. Les compagnies d'assurance interrogées représentent plus de 14 000 milliards de dollars d'actifs inscrits au bilan, soit environ la moitié des actifs totaux du secteur mondial de l'assurance. Les participants reflètent un large éventail du secteur, en termes de taille, de lignes d'activité et de zones géographiques. Les réponses ont été recueillies entre le 16 janvier et le 7 février 2025.



Prix Académique Af2i

Trois questions à Jérôme André, Responsable du Département Ingénierie Financière à la Mutuelle Générale, lauréat du Prix Spécial 2025.

Quels sont les principaux résultats de ta recherche ?

Mon papier de recherche montre que l'empreinte carbone moyenne pondérée (« WACI ») est une métrique très imparfaite pour évaluer la performance climatique des portefeuilles et leur capacité à accompagner la transition énergétique.

En analysant l'indice MSCI ACWI (« All Countries World Index »), nous avons appliqué deux types d'exclusions : « Best in Universe », qui exclut 50% des émetteurs les plus polluants de l'univers (sans distinction sectorielle), et « Best in Class », qui élimine 50% des émetteurs les plus polluants dans chaque secteur. La stratégie « Best in Universe » élimine de facto certains secteurs, notamment celui de l'électricité, réduisant le poids des utilities en portefeuille de 80%. C'est un problème car la transition énergétique nécessite une électrification accrue et des investissements massifs dans ce secteur. Cette stratégie réduit le WACI de plus de 95% par rapport à une stratégie « cap weighted », donnant une fausse impression de performance climatique. L'exclusion « Best in Class » est moins clivante en termes d'allocation sectorielle mais implique une réduction d'environ 30% de l'allocation dans les utilities tout de même. Elle est en revanche plus clivante géographiquement, impliquant une réduction de l'allocation dans les pays émergents de 25%, alors que ces pays ont des besoins d'investissements importants pour la transition énergétique. Nous montrons que ces résultats sont robustes grâce à une procédure de bootstrap : ils ne dépendent pas de quelques émetteurs.

Quelles conséquences ont-ils pour les investisseurs institutionnels ?

Les investisseurs institutionnels doivent être conscients des limites des indicateurs comme le WACI, tout comme l'Implied Temperature Rise (« ITR »), souvent mis en avant par les régulateurs et les initiatives internationales. Ils doivent se concentrer davantage sur la part des CAPEX verts des émetteurs, surtout dans les secteurs les plus carbonés, pour évaluer l'impact réel de leurs portefeuilles. Pour les porteurs obligataires, il est essentiel de privilé-

gier les obligations vertes, sociales et de durabilité (GSS bonds) pour aligner la performance climatique des secteurs les plus polluants. Les obligations liées à la durabilité (sustainability linked bonds) sont notamment un excellent moyen de définir une trajectoire de décarbonation pour ces émetteurs. Dans les pays émergents, la finance mixte (blended finance) et les investissements aux côtés des banques de développement peuvent constituer des solutions d'investissements durables appropriées. En effet, il est important de noter que les marchés seuls ne peuvent pas résoudre ces problèmes. Les autorités publiques doivent également être impliquées, nécessitant un partage équitable des risques entre les investisseurs, les autorités publiques et les acteurs des marchés émergents.

À partir de là, quelles sont les perspectives de recherche ?

Les perspectives de recherche à partir de ces résultats sont nombreuses. Il serait pertinent d'explorer l'impact de ces stratégies d'allocation sur les rendements et les prix du marché. En théorie, le coût du capital pour les acteurs les plus polluants devrait augmenter à mesure que ces critères extra-financiers liés au climat sont pris en compte. De plus, il serait intéressant d'examiner les critères d'impact des portefeuilles sur l'environnement par rapport aux critères de matérialité financière, c'est-à-dire l'impact du réchauffement climatique sur la performance des portefeuilles. L'article propose de corriger les deux indicateurs, empreinte carbone et ITR, des effets d'allocation. Une autre piste de recherche serait l'optimisation des portefeuilles en utilisant ces indicateurs modifiés. La littérature montre que de nombreuses contraintes supplémentaires sont imposées par les chercheurs en finance quantitative pour pallier les limites de l'empreinte carbone, comme dans le cas des indices Paris Aligned Benchmark (« PAB »). Il sera nécessaire de vérifier si les nouveaux indicateurs proposés peuvent fonctionner sans multiples contraintes pour définir plus efficacement des portefeuilles d'investissement favorisant la transition énergétique.



Défense européenne

L'autonomie stratégique une nouvelle priorité

Ces dernières années, la notion d'autonomie stratégique est devenue l'une des principales préoccupations européennes à la lumière de nouveaux enjeux comme la transition énergétique et climatique, le développement du numérique, la maîtrise des chaînes de production et les impératifs de sécurité.

La guerre en Ukraine et le recentrage stratégique des Etats-Unis ont récemment poussé l'Europe à assoir son autonomie stratégique dans le domaine militaire. Après plus de 30 ans de baisse des investissements dans la défense, les Etats européens ont opéré un revirement de tendance dès 2022. L'année 2025 va connaître une accélération notable de ce mouvement puisque l'Europe a frappé fort en annonçant le plan *Rearm Europe* en mars dernier. Cette initiative de défense stratégique de l'Union européenne vise à renforcer ses capacités militaires en mobilisant jusqu'à 800 milliards d'euros de financement, mêlant fonds européens et fonds nationaux, financements publics et privés.

En particulier, le programme européen d'achats communs en matière de défense dénommé *SAFE* pour « Security Action For Europe » et doté de 150 milliards d'euros, pourrait réaliser ses premiers investissements dès la fin d'année 2025.

L'objectif qui est aujourd'hui affiché par l'exécutif européen est d'accélérer le rythme des dépenses pour combler une partie du déficit cumulé des investissements de défense, estimé à 1 800 milliards d'euros depuis la fin de la guerre froide (par rapport à l'objectif de 2 % du PIB fixé par l'OTAN). A plus long terme, l'Europe vise à renforcer sa sécurité et à se préparer à se défendre sans être tributaire de l'aide des Etats-

Unis. Avec *Rearm Europe*, l'Europe met des moyens financiers à la hauteur de ses ambitions. Depuis la crise covid, l'Europe a adopté la voie d'une « Autonomie stratégique ouverte » en produisant une série de plans et règlements fixant des objectifs de développement de filières industrielles et des budgets pour accompagner les investissements dans ces domaines. Elle a également créé de nombreuses alliances industrielles dans des secteurs de pointes – batteries, hydrogène, SMR, médicaments critiques – afin de constituer des écosystèmes mêlant recherche, industrie et investisseurs. Jusqu'à présent, les financements associés aux plans industriels européens demeuraient d'une taille relativement modeste face aux plans de soutien industriels américains ou chinois. De plus, une partie des fonds annoncés pour les plans européens provenait de programmes déjà existants (notamment *Horizon Europe* et le fonds pour l'innovation) et ne créaient pas de nouvelles capacités budgétaires.

Le plan *Rearm Europe* marque un changement de dimension à plusieurs titres. D'abord, sa taille, c'est-à-dire 800 milliards d'euros, soit 6% du PIB européen, est comparable à celle du plan de relance européen post covid (*Next Generation EU*). Ensuite, ce plan est remarquable par sa durée (4 ans sont évoqués pour la clause de sauvegarde nationale) puisque les objectifs de



De gauche à droite :

Juliette COHEN
Stratégiste senior

Damien MARIETTE
Gérant actions thématiques

CPRAM

montée en puissance des investissements dans la défense vont s'étaler sur plusieurs années et ont vocation à devenir un « nouveau normal ». Enfin, la Commission européenne a proposé un assouplissement des règles budgétaires européennes pour augmenter les investissements de défense, ce qui n'avait jamais été proposé pour d'autres types d'investissements.

La révolution budgétaire allemande renforce la portée des plans européens

Les annonces budgétaires du nouveau chancelier allemand Friedrich Merz marquent une rupture avec l'attitude extrêmement prudente qui a prévalu au cours des 20 dernières années, et en particulier lors du mandat d'Angela Merkel. En effet, le parlement allemand a voté en février 2025 en faveur d'un paquet fiscal très conséquent qui permettra

d'augmenter de façon significative les dépenses de défense et les investissements publics dans les infrastructures au cours des prochaines années. La principale mesure est la modification des règles budgétaires mises en place en 2019 et notamment du frein à l'endettement qui limitait fortement les investissements publics. Désormais, les dépenses de défense au-delà de 1 % du PIB ne seront pas comptabilisées dans les limites du frein à l'endettement. La portée de cette mesure est d'autant plus importante que

la définition des dépenses de défense retenue est large et inclut la cybersécurité, le renseignement ou encore l'aide à l'Ukraine.

Le 2ème volet de ce plan prévoit la constitution d'un fonds dédié aux infrastructures, placé hors budget fédéral et doté de 500 Mds € (11,6 % du PIB de 2024). Il a vocation à investir au cours des 10 prochaines années dans l'éducation, les transports, la décarbonation, le logement, le climat et la résilience économique.

Ces annonces budgétaires allemandes sont d'autant plus importantes que le pays dispose des marges de manœuvre pour accroître de façon significative ses investissements. En effet, la ratio dette-sur-PIB est à peine supérieur à 60%, soit très inférieur à celui des autres grands pays de la zone euro, et le déficit budgétaire s'est stabilisé à 2% du PIB après la crise covid. Le projet évoqué augmen-

terait les dépenses publiques de l'ordre de 2% du PIB en moyenne et conduirait à une hausse de l'endettement de 90 milliards d'euros par an.

Il devrait avoir des répercussions positives pour l'ensemble de la zone euro : augmentation de la croissance potentielle allemande, soutien dans la durée à la croissance européenne, convergence des trajectoires de dette publique.

D'autres pays ont emboîté le pas à l'Allemagne et ont également fait des annonces budgétaires significatives. Par exemple, l'Espagne qui

“
L'Europe vise
à renforcer
sa sécurité
et à se préparer
à se défendre sans
être tributaire
de l'aide
des Etats-Unis.

consacrait 1,3% de son PIB aux dépenses de défense en 2024, était très éloigné de l'objectif de l'OTAN mais devrait revenir à la cible des 2% dès 2025. Elle prévoit d'augmenter ses dépenses de défense au sens large de 10,4 milliards d'euros cette année pour les porter à 34 milliards d'euros.

Les dépenses militaires européennes vont quasiment doubler en quelques années

L'OTAN doit définir un nouvel objectif pour les dépenses militaires lors de son sommet de juin 2025. Son secrétaire général, Mark Rutte, a déjà évoqué une cible à 3,5% du PIB pour les dépenses de défense core et 1,5% pour les dépenses de sécurité au sens large – financement de la dissuasion nucléaire, dépenses pour le personnel retraité, aide matérielle à des pays tiers (par exemple, à l'Ukraine) – à un horizon relativement proche : 2030.

Au niveau européen, le passage graduel des 2% actuels à 3,5% du PIB entre 2024 et 2030, générerait 900 Mds € de dépenses supplémentaires sur la période dont 270 Mds € pour l'Allemagne seule.

Les valeurs de défense européennes bénéficient d'une visibilité sur leur développement

Les valeurs liées à la thématique de la défense ont surperformé l'ensemble de la cote européenne en 2024 et cette tendance s'est poursuivie début 2025. Les nouvelles cibles de dépenses de défense à horizon 2030 offrent de la visibilité sur les perspectives de moyen terme du secteur. Le projet de mécanisme européen de prêts SAFE de 150 milliards d'euros prévoit des dépenses ciblées à 65% minimum vers des produits européens ce qui constituera un soutien pour l'industrie de défense européenne. Pour faire face à la hausse rapide de la demande, cette dernière va devoir accroître ses capacités de production à un rythme soutenu. Il semble pertinent de privilégier les secteurs où

les sous-investissements sont les plus criants, les besoins en équipements terrestres et les munitions, ainsi que les valeurs allemandes car les marges de manœuvre budgétaires du pays devraient lui permettre de réaliser une montée en puissance de ses investissements plus rapide que les autres pays. L'Espagne va également augmenter ses investissements de défense dès cette année.

Afin d'accélérer une standardisation qui semble être inéluctable, plusieurs acteurs européens forment des joint-ventures afin de partager des technologies et d'accroître les effets d'échelle. Ainsi, l'acteur allemand Rheinmetall et l'acteur italien Leonardo ont lancé leur coentreprise pour la construction de chars. Les deux partenaires détiendront chacun 50 % de cette nouvelle entité afin de répondre à la demande du gouvernement italien concernant une commande de blindés, un contrat d'un montant allant de 20 à 25 Mds €. Le char de combat « Panther » et le véhicule blindé de combat d'infanterie « Lynx » de Rheinmetall serviront de base. Par ailleurs, cette JV servira également de base d'export pour d'autres pays partenaires. Enfin, le CEO de Rheinmetall, Armin Papperger, considère cette coentreprise comme un premier pas vers une consolidation du secteur.



Le défi de l'autonomie stratégique européenne est de réussir à conjuguer puissance économique, résilience énergétique, souveraineté technologique et solidité militaire.

L'électrification de l'économie, levier de souveraineté et de décarbonation de l'économie

L'électrification des usages constitue l'un des leviers essentiels de la décarbonation de l'économie européenne dans la perspective de l'atteinte de la neutralité carbone en 2050.

Elle est également un levier important de souveraineté puisqu'elle permet la sortie progressive des énergies fossiles dont l'Europe est un importateur net. La thématique est large et couvre à la fois l'électrification de procédés industriels, le développement de data centers, mais aussi

les investissements dans les grilles énergétiques européennes qui sont vieillissantes.

Parmi les principales mesures proposées par la Commission européenne au cours des dernières années, plusieurs visent les réseaux énergétiques, véritable épine dorsale du système énergétique européen qui sont essentiels pour adresser les défis de la transition écologique, de la numérisation et de l'efficacité énergétique. Les récents événements en Espagne, nous ont montré la fragilité de certains de nos réseaux et la nécessité de mobiliser les investissements et d'accélérer leur déploiement. En effet, 40% de nos réseaux de distribution d'électricité ont plus de 40 ans.

Outre la modernisation des systèmes existants, des investissements significatifs seront nécessaires pour faire face à une consommation d'électricité qui devrait croître de l'ordre de 50% d'ici 2030 et d'un transport transfrontalier qui devrait doubler sur la même période. Ainsi des acteurs comme Endesa, en Espagne, ont décidé d'accroître leurs investissements à destination des réseaux électriques. Le groupe prévoit de consacrer 4 milliards d'euros d'ici 2027, soit 45% de plus que ce qui était prévu lors du plan précédent, pour améliorer le réseau espagnol via une augmentation des capacités, l'amélioration de la qualité des services, la digitalisation, l'intégration des énergies renouvelables et de nouveaux raccordements.

Le marché des data centers européens est estimé à 13 000 MW en 2024 et devrait progresser de près de 50% d'ici 2029, porté notamment par la dynamique de l'intelligence artificielle. L'Espagne entend se positionner comme le hub digital du sud de l'Europe grâce à son emplacement stratégique, la connectivité de son réseau de câbles sous-marins, son foncier à un prix abordable, la compétitivité de ses énergies renouvelables, et le développement des infrastructures de cloud et d'IA. L'association espagnole des data centers espère attirer jusqu'à 58 milliards d'euros d'investissements dans le secteur d'ici 2030.

La mobilisation pour la souveraineté numérique

Le Chips Act de 2023 avait pour principal objectif de doubler la part de marché de l'Union européenne dans la production mondiale de se-

mi-conducteurs entre 2020 et 2030. Il a d'ores et déjà permis de renforcer la part de marché de l'Europe de moins de 10% en 2023 à 13% en 2025 et cette tendance devrait se poursuivre au vu des investissements dans les capacités de production. Néanmoins, l'objectif de 20% de production locale en 2030 ne sera probablement pas atteint. Par ailleurs, l'Europe n'a pas réussi à attirer des fabricants de puces de pointe ni à renforcer toute la chaîne de valeur du secteur.

En début d'année, des industriels et des parlementaires européens, ont demandé à la Commission européenne de travailler sur un projet de Chips Act 2.0 plus ciblé et avec un volet Recherche et développement plus conséquent.

L'IA constitue le 2^e volet de la stratégie numérique européenne. Après que les Etats-Unis ont annoncé leur programme Stargate doté de 500 milliards de dollars, l'Union européenne a fait des annonces récentes pour favoriser les investissements dans cette filière d'avenir. Son plan d'action InvestAI initié début 2025 vise à mobiliser 200 milliards d'euros d'investissement dans l'IA, au travers du financement de start-ups, d'entreprises industrielles et de pôle de recherche pour développer un véritable écosystème. En outre, il doit consacrer 20 milliards d'euros à des investissements pour constituer des Gigafactories d'IA, domaine où la Chine et les Etats-Unis font encore figures de leaders incontestés.

Le défi de l'autonomie stratégique européenne est de réussir à conjuguer puissance économique, résilience énergétique, souveraineté technologique et solidité militaire, tout en préservant l'unité et les valeurs fondamentales de l'Union. Pour y parvenir, l'Union européenne doit réussir à transformer rapidement ses différents plans industriels en réalisations tangibles. Les retards dans la mise en œuvre du plan de relance européen, Next Generation EU, sont une illustration de cette difficulté d'implémentation. Cependant, la mobilisation de plusieurs grands pays européens qui ont annoncé des plans avec des budgets conséquents, des échéances rapides, des projets dans le domaine de la défense, du digital ou des infrastructures laisse espérer une accélération du tempo européen. Cela intervient à point nommé pour dynamiser la croissance, préserver la qualité de l'emploi et réussir la transition climatique.



Immobilier : quelles opportunités ?

Le secondaire pourrait apporter une réponse

Les acteurs du marché immobilier sont attentistes, sur quels segments se porter ? Bureaux CBD, logistique, Retail Parcs ? Tous hésitent et les attermoissements autour des valorisations rendent les transactions encore plus rares, tandis que l'environnement macroéconomique et les incertitudes géopolitiques achèvent de refroidir le marché. Pourtant, les opportunités en secondaire dans l'immobilier, incluant les co-investments, ont été un point positif, affichant une croissance remarquable après la crise financière.

L'appétit des General Partner (GPs) pour des solutions de liquidité sur mesure ne cesse de croître face à l'incertitude économique et à la suite de la hausse des taux d'intérêt.

Les Limited Partners (LPs – investisseurs) sont de leur côté aussi demandeurs de liquidités et reconnaissent de plus en plus les avantages que les opérations secondaires peuvent apporter.

En fait le marché des secondaires est l'un des rares points vraiment positifs sur le marché. Les levées de fonds sur la stratégie ont atteint plus de 4 milliards de dollars par an en moyenne entre 2022 et 2024, soit le triple de la période 2008 – 2010.

Dans le même temps, l'activité transactionnelle a été dynamique bien que les estimations varient considérablement car il n'existe pas de définition établie de ce qui constitue une transaction secondaire. Certaines estimations sur le volume des transactions de 2023 sont de 24 milliards de dollars, tandis que d'autres, sont de 10 milliards de dollars.

Quoi qu'il en soit, il n'y a aucun doute sur la direction prise, les chiffres de 2024 devraient montrer une croissance significative.

Quelle typologie de placements secondaire existe-t-il ?

Les placements secondaires immobiliers se présentent sous plusieurs formes principales : les placements classiques initiés par les LPs qui souhaitent désinvestir, ceux dirigés par les GPs qui souhaitent réaménager leur passif, auxquels on peut ajouter la pratique d'apport de capital à l'initiative des GPs, c'est le GP Capital Solution et enfin des co-investissements, où les LPs investissent aux côtés d'un fonds dans un véhicule géré par le même GP. Tous offrent la possibilité d'investir dans des biens immobiliers de haute qualité, fortement dérisqués, avec le potentiel de générer des rendements de valeur ajoutée.

A travers ces quelques lignes, nous étudierons le secteur des marchés secondaires de l'immobilier, verrons leurs avantages et risques pour les investisseurs, et justifierons des raisons pour lesquelles nous pensons qu'un tel investissement a sa place dans une allocation d'actif immobilier.

Une opération secondaire consiste en l'acquisition de participations existantes ou d'investissements en equity afin d'apporter de la liquidité aux investisseurs actuels primaires, les investis-



Mark Wilkins
Head of RE Multi Manager



seurs secondaires pouvant accéder à des actifs matures et générateurs de revenus, souvent à prix réduit et à conditions négociées dans certains cas.

Les placements secondaires dirigés par des GP, sont un choix actif et susceptibles de création de valeur car ils injectent de nouveaux capitaux dans des actifs ou des fonds existants, prolongeant ainsi l'horizon d'investissement et ajustant la structure de propriété. Dans ces transactions, les GP cherchent à recapitaliser un fonds ou un investissement, généralement pour conserver des actifs de qualité tout en offrant de la liquidité aux LP existants. Les investisseurs secondaires deviennent à leur tour des LPs et le GP conserve le contrôle de la gestion.

L'opération menée par un LP est la plus simple puisque un LP existant vend sa participation dans un fonds immobilier à un nouvel acheteur, traditionnellement le marché secondaire est dominé par ces opérations. Les acheteurs acquièrent généralement des participations dans des fonds matures contenant encore des actifs, ce qui leur permet de savoir clairement ce à quoi ils s'exposent (c'est-à-dire sans Dark Pool) et de diversifier leurs investissements.

Les principaux avantages des opérations secondaires menées par des LP sont un prix d'entrée réduit (discount) en fonction du stress de liquidité du vendeur et le faible risque, l'acquéreur secondaire étant exposé à l'actif au cours de la durée de vie de l'investissement. Toutefois, compte tenu de l'ampleur de certains portefeuilles, parfois composé de milliers d'actifs, le profil d'investissement à être plus opaque (la collecte d'informations actif par actif pouvant être difficile) et peut présenter des risques potentiels en raison du grand nombre d'actifs concernés.

“
Les principaux avantages des opérations secondaires menées par des LP sont un prix d'entrée réduit (discount) en fonction du stress de liquidité du vendeur et le faible risque.

Les transactions de co-investissement augmentent d'année en année. Il s'agit généralement d'investir aux côtés d'un fonds dans un actif ou un portefeuille d'actifs pré-identifié. Dans de nombreux cas, le fonds ne dispose pas de fonds propres suffisants pour sécuriser l'ensemble du portefeuille et la mise en place d'un véhicule de co-investissement géré par le même GP permet au gérant de contrôler l'ensemble

du portefeuille à travers deux véhicules (le fonds et le véhicule de co-investissement). Les co-investissements sont normalement proposés avec une meilleure rentabilité pour les investisseurs, sous la forme de frais moins élevés, mais sont par ailleurs similaires aux secondaires dirigés par des GP.

Comme on le voit, les secondaires résolvent généralement des questions de rendements, de durée ou de capital, et en fait, assez souvent une combinaison des trois. Ils permettent aussi une gestion optimisée des portefeuilles en offrant un moyen de conserver des actifs qui ont encore de bonnes perspectives. Les opérations motivées par le désir de lever des capitaux supplémentaires pour alimenter la croissance permettent un potentiel d'augmentation des rendements accru.

La croissance de ce marché est aussi allée de concert avec une amélioration de la qualité des actifs sous-jacents et un élargissement de l'éventail des transactions, les secondaires deviennent un véritable outil de liquidités et de recapitalisation, que ce soit pour un actif, un portefeuille ou un fonds.

Quels sont les avantages d'investir à travers ce canal ?

Un prix d'entrée réduit, parfois même une réduction des frais négociée, une exposition à des actifs matures, des avantages en termes de diversification et des revenus à court terme et pas d'effet courbe en J ni risque de blind pool. Les placements secondaires dirigés par des LP offrent aux investisseurs secondaires l'avantage de diversifier leur portefeuille immobilier grâce à un investissement unique.

Les placements secondaires dirigés par des GP, peuvent offrir des avantages supplémentaires et un potentiel de hausse.

Last but not least, l'investisseur peut s'appuyer sur les gestionnaires déjà propriétaires, leur expérience et leur connaissance des actifs. Ils offrent également l'occasion d'améliorer ses compétences, et de gagner une expertise supplémentaire.

Le marché se développe

Le marché secondaire immobilier a connu une croissance, tant en termes de nombre de fonds dédiés que de montant de capitaux levés. Pourtant il en est encore à ses débuts et reste lar-

gement dominé par celui du Private Equity. Sur les 10 dernières années les stratégies secondaires immobilier ont levé 41Mds USD contre 431 Mds USD pour le capital-investissement... le potentiel est là et la levée s'accélère puisque qu'elle a doublé depuis la période pré covid.

Pourquoi ce marché va accélérer et croître ?

Pour plusieurs raisons principales :

Premièrement, les allocations immobilières ont plafonné ces dernières années, les allocations à l'immobilier en tant que classe d'actifs d'investissement ont plafonné, obligeant les GPs à se tourner vers des fournisseurs de capitaux alternatifs pour conserver leurs meilleurs actifs et poursuivre leur activité.

Les files d'attente de rachats restent conséquentes et de nombreux fonds recherchent des solutions de liquidité pour les résorber. Plutôt que vendre des actifs – souvent de bonne qualité et les plus liquides – trouver du capital alternatif reste une meilleure option.

Ensuite les échéances de nombreux fonds approchent, une part croissante de fonds immobiliers arrivera à échéance au cours des prochaines années ce qui offrira un terrain propice aux transactions menées par les GP, les gestionnaires cher-

chant à conserver leurs meilleurs actifs et prolonger la vie de leur véhicule.

Enfin, on constate une baisse d'intérêt pour les fonds de fonds diversifiés multisectoriels investis dans des briques pures et les GPs des fonds sous-jacents ont désormais besoin de sources alternatives pour recapitaliser leurs investissements existants et financer de nouvelles acquisitions.

Tirer parti de l'opportunité offerte par les General Partners

Il existe donc de puissantes forces structurelles



Les placements secondaires dirigés par des LP offrent aux investisseurs secondaires l'avantage de diversifier leur portefeuille immobilier grâce à un investissement unique.



qui soutiennent cette stratégie. Les opérations secondaires, c'est-à-dire toute modification des capitaux propres pendant laquelle le gestionnaire actuel reste en place, ont parcouru un long chemin depuis la crise financière. À la suite du krach, le marché a été dominé par les secondaires LP. Le marché pendant la pandémie de Covid-19 a vraiment contribué à mettre en évidence la nécessité pour les promoteurs de fonds et les commandités de gérer de manière plus proactive leurs véhicules existants et leurs coentreprises.

Les transactions dirigées par les GP, co-investissement inclus, sont aujourd'hui le principal moteur de l'augmentation du flux de transactions, et c'est bien principalement à cette stratégie qu'il faut s'exposer. Au cours des cinq dernières années, les transactions menées par des commandités ont représenté de 65 % à 75 % du volume, contre 15 % à 25 % au cours des cinq années précédentes...

Les stratégies ciblant les solutions de capital GP permettent aux investisseurs de s'associer aux GP pour leur fournir des solutions de capital, de durée et d'information, leur permettant ainsi d'exécuter leurs plans d'affaires au meilleur de leurs actifs. Et contrairement aux marchés secondaires dirigés par des LP, les solutions de capital GP ne reposent pas uniquement sur des décotes d'entrée pour générer des rendements, elles

offrent un potentiel de hausse supplémentaire grâce à la valeur ajoutée opérationnelle. Elles offrent également des droits de contrôle, un accès à toutes les informations, la souscription et une due diligence juridique et financière complète. Tout cela suggère que les portefeuilles pourraient être mieux servis en incluant les solutions de capital GP dans une allocation.

Alors que le marché des GP continue de se développer, ces derniers deviennent plus sélectifs dans leurs partenariats. Ils recherchent des partenaires capables non seulement de leur fournir des capitaux, mais aussi des compétences complémentaires en matière d'exploitation et de marchés de capitaux, pour finaliser leurs business plans.

À ce stade du cycle, les placements secondaires sont également attrayants du point de vue de l'investisseur, car ils offrent un moyen de placer rapidement de l'argent dans des actifs productifs de revenus existants et de profiter d'une reprise anticipée. Ils sont considérés comme un outil de gestion de portefeuille utile et nous pensons que les stratégies secondaires dirigées par des GP présentent une opportunité intéressante, en particulier les stratégies qui disposent de leviers de rendement actifs clairs et sont dirigées par des gestionnaires qui ont démontré leur capacité à générer de la valeur grâce à leur expertise opérationnelle.



Immobilier logistique

Pourquoi est-il toujours attractif ?

L'attrait du marché de la logistique n'est plus à démontrer tant les évolutions post-pandémiques des chaînes d'approvisionnement ont dopé la croissance des loyers proposés dans le secteur. Bien que cette croissance se soit modérée avec le rééquilibrage de la dynamique entre offre et demande, le marché demeure toujours attractif et continue à offrir des rendements porteurs à long terme. Et ce, notamment pour les actifs avec un profil ESG de qualité, qui permettent d'optimiser la consommation d'énergie du bâtiment.

Ces dernières années, les avancées technologiques ont révolutionné la conception et l'exploitation des entrepôts. Les systèmes contrôlés par l'IA permettent aux entreprises d'emballer les produits plus efficacement, les carrousels horizontaux ou verticaux créent des solutions de stockage à haute densité, et les bras robotisés géants permettent de sélectionner les articles rapidement et avec précision.

Mais dans tous les entrepôts que j'ai visités sur les derniers mois, la nouveauté que j'ai remarquée de façon constante, c'est une affiche pour décrire la manière dont l'entreprise locataire entend atteindre ses objectifs d'émissions nettes-zéro. Il ne s'agit peut-être que de petits bouts de papier – parmi les nombreux autres avis relatifs à la santé et à la sécurité qui parsèment ces espaces industriels – mais ils sont révélateurs d'un changement radical dans le secteur. Le développement durable étant devenu plus important pour les entreprises, l'empreinte carbone de leurs installations immobilières est naturellement passée au premier plan. S'assurer que leurs bâtiments soient à l'épreuve du temps pour répondre aux futures réglementations ESG fait désormais partie des considérations les plus importantes pour tout locataire d'entrepôt.

Les occupants des bâtiments logistiques rattrapent rapidement leur retard par rapport

aux autres clients en immobilier en matière de développement durable.

En 2022, 78 % des locataires interrogés ont déclaré avoir des objectifs d'émissions nettes-zéro. Ce chiffre a grimpé à 90 % en 2023. Parmi ces occupants, environ 64 % prévoient d'atteindre l'objectif net-zéro dans l'ensemble de leur portefeuille immobilier avant ou au cours de l'année 2030. Seuls 12 % n'ont aucun objectif d'émissions nettes-zéro.[1]

Pour de nombreuses entreprises de logistique, le transport et l'immobilier représentent une part importante de leur empreinte carbone. Il est donc particulièrement déterminant de minimiser l'impact environnemental des espaces qu'elles utilisent.

L'importance accordée à la durabilité est telle que les occupants s'attendent désormais à payer des loyers moins chers pour des installations qui ne répondent pas à leur objectif net-zéro : en effet, le pourcentage de locataires d'entrepôts logistiques qui demanderaient une décote de loyers pour des bâtiments non conformes est passé de 15 % en 2023 à 26 % en 2024.[2] En outre, plus de 35 % des locataires sont prêts à payer une prime dans leur bail, égale aux économies totales réalisées sur les coûts d'exploitation si des sources d'énergie verte sont disponibles sur site, contre 30 % en 2023. Ceci est d'au-



Kim POLITZER
Directrice de la Recherche,
Immobilier européen



tant plus révélateur que les locataires soucieux des coûts déclarent que la hausse des prix des loyers est le principal problème auquel ils sont confrontés dans le cadre de leurs activités logistiques.

Un petit bout de terrain

L'intérêt nouveau des occupants pour des entrepôts respectueux de l'environnement présente d'autres défis, au-delà de la dimension financière. Une majorité de locataires déclarent que

leur parc immobilier européen a besoin d'être modernisé pour transformer leurs sites non vertueux pour l'environnement en sites « verts » et ainsi éviter l'obsolescence.

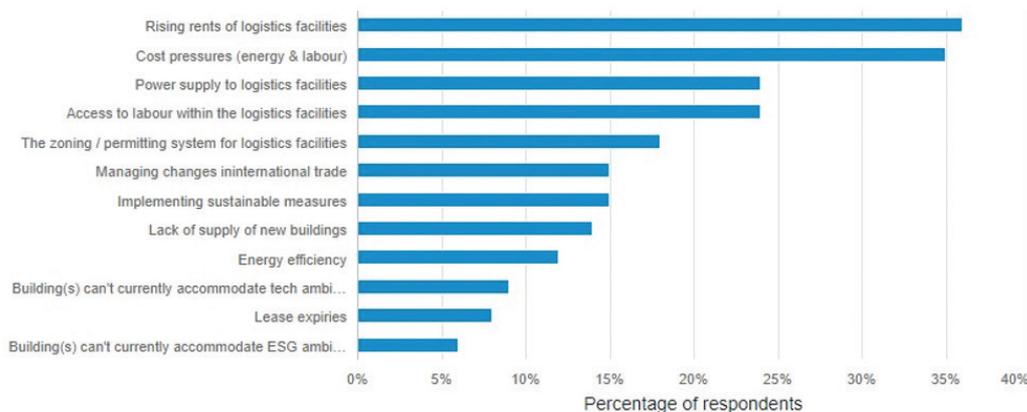
Et ce n'est pas seulement en termes de durabilité pour lequel le marché européen de la logistique rencontre des difficultés. Il y a une pénurie aiguë d'espaces d'entrepôts dans la région, avec environ 1,1 mètre carré d'actifs logistiques disponibles par ménage en Europe, contre 8,3 mètres carrés par ménage aux États-Unis.[3]

Les catalyseurs qui changent considérablement la donne pour l'immobilier logistique selon les acteurs de marché

Potential game changers	Rank for Occupiers	Rank for Investors	Rank for Developers
More stringent ESG targets/regulations	1st	3rd	2nd
Increased power requirements	2nd	2nd	1st
Robotics/robots/advanced automation	3rd	4th	4th
Replacement of labour with technology solutions	4th	5th	5th
Greater use of AI	5th	7th	7th
Electric/hydrogen HGVs	6th	9th	6th
Ability to incorporate returns/repairs	7th	6th	8th
Re/nearshoring	8th	1st	3rd
Innovative ways to use drones	9th	8th	9th

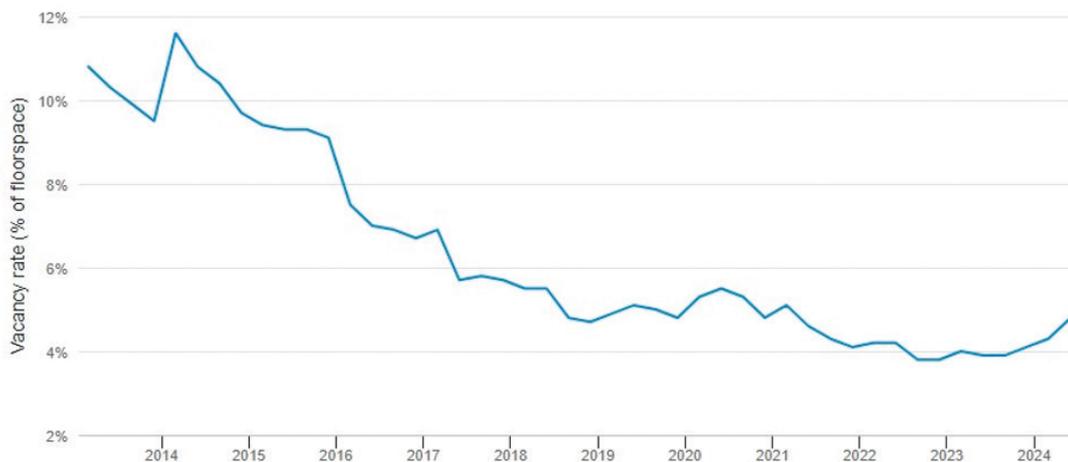
Source : Savills Research, Tritax EuroBox, Analytiqa, Septembre 2024

Pourcentage d'occupants évoquant les enjeux les plus importants auxquels ils sont confrontés dans le cadre de leurs activités logistiques.



Source : Savills Research, Tritax EuroBox, Analytiqa, Septembre 2024

Taux de vacance des locaux logistiques en Europe



Source : MSCI Europe Quarterly Property Index, T2 2024, Fidelity International

Résoudre ce déséquilibre n'est pas chose facile. L'octroi de permis reste un point de blocage pour la logistique européenne, et de nombreux planificateurs régionaux hésitent à ouvrir de nouvelles zones pour la construction de nouveaux entrepôts. Ces sites peuvent être bruyants s'ils se trouvent trop proches de quartiers résidentiels, tandis que les camions desservant les entrepôts exercent une certaine pression sur le trafic local. Étant donné que ce type d'infrastructure ne génère pas toujours le même nombre d'emplois qu'un nouveau parc commercial ou de bureaux, le zonage des sites à proximité des zones habitées peut s'avérer délicat pour les urbanistes. À l'inverse, les propriétaires fonciers peuvent chercher à atténuer certaines perturbations en construisant des sites à la périphérie des zones

urbaines ou juste à la sortie des villes. Ces sites peuvent s'avérer très bien situés en termes d'accès aux réseaux de transport, mais il peut y avoir des retards dans les connexions au réseau électrique en raison de manque de capacité. Or, de nombreux entrepôts ne sont plus de simples hangars cavernes servant simplement à empiler des marchandises : les systèmes de stockage automatisés et les bras robotisés sous-tendus par l'IA, qui gagnent en popularité, impliquent des besoins en énergie de plus en plus complexes pour ces sites. Les problèmes de congestion du réseau, en particulier dans des pays comme les Pays-Bas, peuvent rendre les connexions plus difficiles. Ce problème se répercute déjà sur les locataires. Comme le montre le second graphique,

environ 24 % d'entre eux s'inquiètent de la disponibilité de l'électricité au sein de leurs installations. La même proportion de locataires se soucie du manque de main-d'œuvre pour travailler dans leurs entrepôts, ce qui laisse présager une poursuite de l'automatisation, qui à son tour accroît les besoins en énergie au moment même où celle-ci devient une ressource plus coûteuse et plus difficile d'accès. Tout cela va radicalement changer la perception dans la recherche d'entrepôts de la part des locataires dans les années à venir. Les occupants veulent des bâtiments conçus pour fonctionner sans émissions carbone et aussi efficacement que possible afin de réduire les coûts d'exploitation et donc atteindre leurs propres objectifs en matière de développement durable.

Les locataires recherchent non seulement des installations adaptées aux processus automatisés – des plafonds suffisamment hauts et des sols suffisamment solides pour accueillir ces équipements nécessaires à grande échelle – mais ils sont également de plus en plus intéressés par la production d'énergie sur site, caractérisée par des panneaux solaires ou des turbines éoliennes, afin de réduire la quantité d'énergie devant être mobilisée sur le réseau.

Étant donné qu'il n'est pas possible de créer toutes ces installations spécialisées sur des sites entièrement nouveaux dans une région aussi dépourvue d'espace que l'Europe occidentale, il est essentiel de mettre en place un programme de modernisation des entrepôts existants.

Les rendements restent élevés

L'offre restreinte de ces actifs logistiques attractifs en Europe devrait favoriser la poursuite d'une tendance dominante sur ce segment du marché

immobilier ces dernières années : les taux de vacance des locaux logistiques – déjà proches de niveaux historiquement faibles – vont continuer de reculer. Depuis la pandémie et l'émergence des phénomènes d'onshoring et de reshoring sur les chaînes d'approvisionnement, le manque d'espace d'entreposage disponible a poussé les rendements locatifs à la hausse. Même si le ralentissement économique a légèrement affaibli la demande nouvelle, le taux de croissance annuelle des loyers s'est maintenu autour de 5 % sur le premier semestre 2024.

Croissance de la location logistique en Europe

Cette croissance des loyers et les rendements proposés ont attiré les investisseurs vers la logistique ces dernières années, contribuant à faire des entrepôts l'un des types d'actifs les plus attractifs dans la recomposition d'un portefeuille immobilier prospère. Si cela a fait couler beaucoup d'encre dans le cadre des mutations des chaînes d'approvisionnement post-pandémiques, il y a, par ailleurs, une autre histoire, plus substantielle, qui est en cours. L'évolution de la demande vers des actifs logistiques plus efficaces et plus durables va inéluctablement se traduire par un manque d'offre de bâtiments adaptés dans les années à venir. Non seulement cela pourrait continuer à stimuler la croissance des loyers, mais également, le potentiel de transformation des bâtiments existants du « brun » au « vert » suggère qu'il y a encore un réservoir de valeur sur ce segment.

[1] CBRE European Logistics Occupier Survey 2022, 2023 et 2024

[2] CBRE European Logistics Occupier Survey 2024

[3] JLL, Eurostat, Bureau fédéral des statistiques, juin 2022.

Croissance de la location logistique en Europe



Fonds de continuation

Le meilleur du Private Equity

Florestan IM est une société d'investissement spécialisée dans le Private Equity européen, avec une approche différenciée se concentrant sur les actifs seuls en fonds de de continuation ou en secondaire direct.

Le modèle traditionnel du Private Equity mis sous pression par le ralentissement du nombre de sorties

Le private equity repose historiquement sur un cycle bien identifié : investir avec un effet de levier dans des entreprises non cotées et si possible recelant des gisements de productivité, les développer pendant quatre à cinq années, puis vendre la participation avec une plus-value significative.

Ce modèle, qui s'est considérablement développé depuis 30 ans grâce à la croissance des fonds et des actifs sous gestion, est aujourd'hui fragilisé par l'instabilité de la conjoncture macroéconomique. Depuis 2020, des chocs exogènes — Covid, tensions géopolitiques, hausse des taux, inflation, ralentissement du M&A — ont freiné les sorties des GPs.

Bien que la valeur globale des sorties de Private Equity ait atteint \$468 milliards en 2024, en re-

prise par rapport à 2023, les trois dernières années ont vu un ralentissement avec pour conséquence l'allongement des durées de détention. Les investisseurs (LPs) sont pris en étau entre les appels de fonds engagés et des distributions faibles. Le ratio distributions/contributions est resté inférieur à 1 depuis 2022, atteignant seulement 0.8 en 2022 et 2023. Ce déséquilibre limite leur capacité à réinvestir dans de nouveaux fonds, contribuant au grippage de l'écosystème.

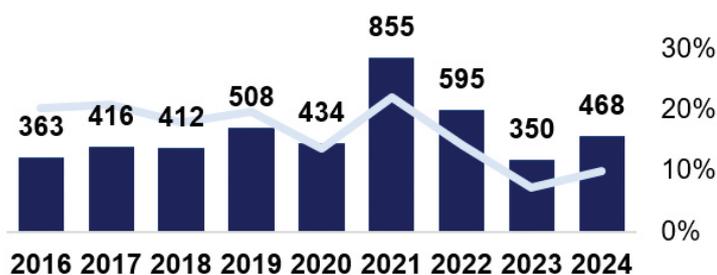


Figure 1 : Sorties LBO et ratio Sorties / AUM² (\$Md)

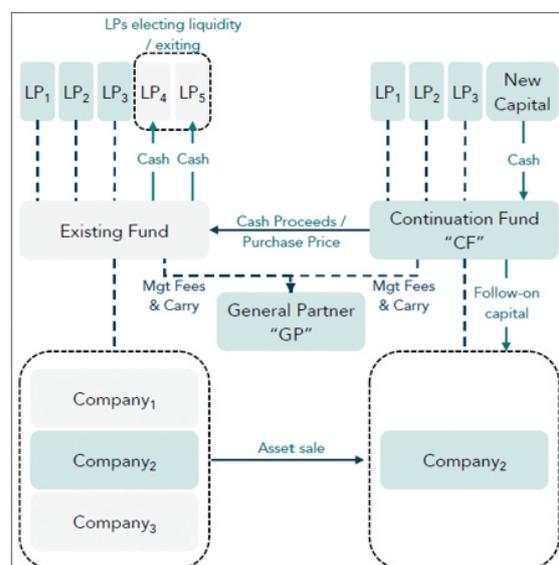


Figure 2 : Mécanisme du fonds de continuation



**Francois
ROSTAND**
Managing Partner

Florestan

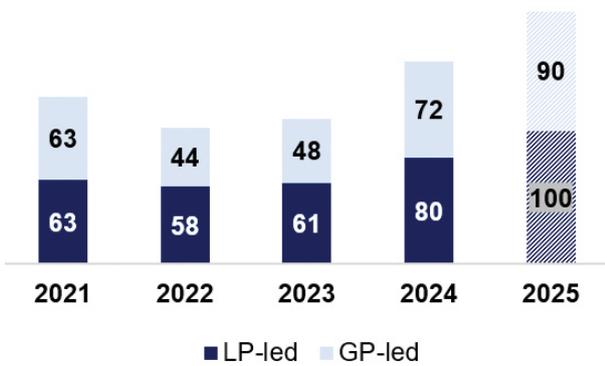


Figure 3 : Evolution du marché secondaire¹⁴ (\$Md)

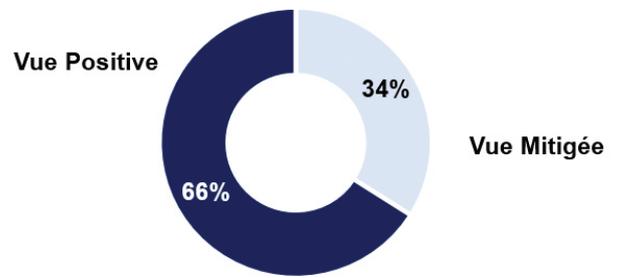


Figure 4 : Confiance des investisseurs dans les fonds de continuation⁵

Le ralentissement des sorties depuis 2022 (-45% entre 2021-24) a modifié les règles du jeu et a suscité des solutions alternatives pour distribuer des liquidités aux LPs tout en préservant l'essentiel du cycle d'investissement traditionnel, notamment par le biais des fonds de continuation.

La montée en puissance des fonds de continuation

Les fonds de continuation sont des véhicules mis en place par les GPs pour transférer un ou plusieurs actifs dans un nouveau fonds, prolongeant ainsi la durée d'investissement. Ils sont à l'intersection entre du co-investissement et du secondaire et combinent (i) la concentration de l'investissement du co-invest et (ii) une décote à la liquidité du secondaire avec en plus un sujet d'alignement ou de conflit d'intérêt.

Les fonds de continuation connaissent ainsi une véritable accélération. En 2024 : \$72 milliards de

transactions dans le monde, +50% par rapport à 2023. Les gestionnaires de fonds y ont recours pour (i) donner une option de sortie aux LPs et (ii) prolonger leur investissement dans les actifs les plus performants, ou ceux qui n'ont pas pu exécuter le plan de création de valeur à cause de facteurs exogènes.

Les fonds de continuations permettent ainsi de recréer les conditions de vente à un autre fonds (liquidité aux LPs) tout en prolongeant la durée de détention des actifs. Ils offrent beaucoup de visibilité sur l'actif, renforcent l'alignement d'intérêt avec les GPs et ont un risque d'exécution réduit.

Les clés d'un fonds de continuation réussi

Au vu de la forte croissance du marché, toutes les transactions de fonds de continuation ne se font pas avec les mêmes intérêts en jeu. Certaines caractéristiques sont fortement

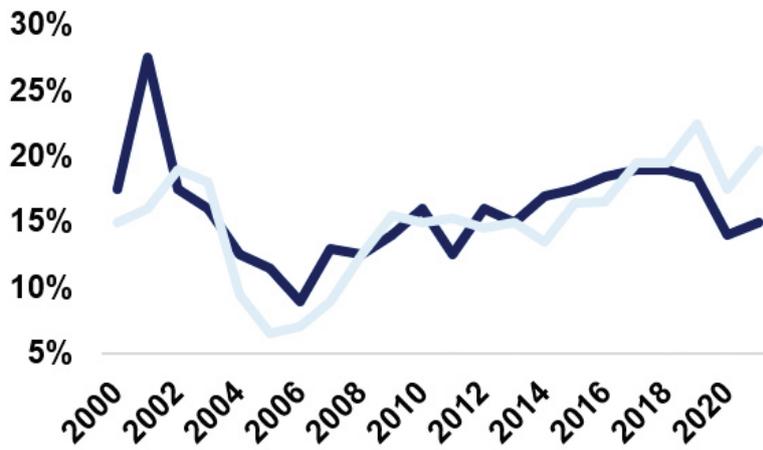


Figure 5 : IRR median du Secondaire (clair) et du Buyout primaire (foncé)⁶

corrélées au succès de ces transactions :

- Les transactions les plus performantes ciblent les meilleurs actifs du portefeuille initial. Cela explique que les fonds « single assets » (à actif unique) gagnent en importance. Ils représentent aujourd'hui 48% des transactions en volume.
- « Equity Story » crédible : un plan stratégique défini et réaliste est indispensable pour justifier de la prolongation de la période de détention.
- Alignement fort entre GP et LPs, au travers d'un réinvestissement significatif des équipes (notamment le carried) couplé avec de la transparence sur les termes pour chaque investisseur.
- Valorisation juste (fair), essentielle pour prévenir les conflits d'intérêts perçus ou effectifs, et ainsi protéger la relation avec les investisseurs.
- Recalibrage des « management package » afin de motiver les équipes de direction sur un nouveau cycle LBO.

Les études statistiques montrent que les LPs existants ont une vue positive de ces transactions qui leur donnent une option de liquidité. Le respect des principes de transparence et de plan d'action défini contribue à renforcer la confiance des investisseurs.

Si les fonds de continuation gagnent en légitimité, dans un marché encore et en forte croissance, les risques de conflits d'intérêts sont présents en raison du double rôle du GP à la fois vendeur et acheteur. Dans ce contexte, s'appuyer sur des équipes spécialisées, capables d'analyser la qualité des actifs, leur valorisation, le niveau

d'alignement et la structuration de l'opération, est indispensable pour conclure les transactions de fonds de continuation.

Les fonds de continuation, effet de mode ou solution durable ?

Portés par un environnement incertain entre tensions géopolitiques et volatilité macroéconomique, les fonds de continuation apparaissent comme une réponse flexible et un investissement défensif. Encore jeune, les retours sur cette stratégie sont prometteurs : au moins équivalents à du Private Equity direct et avec moins de dispersion. Initialement pensés pour débloquer de la liquidité, les fonds de continuation sont devenus des outils concrets de gestion active du portefeuille pour les LPs et les GPs. Ils permettent de renouveler la détention pour des périodes courtes (4 à 5 ans), de réaligner les équipes et de mettre en application un plan de création de valeur bien identifié. Les fonds de continuation étaient une solution transitoire

il y a 20 ans et deviennent progressivement un mécanisme de sortie établi, transformant le cycle du Private Equity. Ils représentent une sortie sur dix aujourd'hui, et d'ici 2030 devraient représenter une sortie sur cinq.

Sources figures : (1) Lazard 2024 Secondary Market Report (2) Bain Private Equity Outlook 2025 (3) McKinsey Global Private Markets Report 2025 (4) Jefferies 2024 Secondary Market Report (5) Collier Capital.



Le secondaire affiche désormais de meilleures performances que le primaire, avec moins de volatilité.

SAVE THE DATE

JEUDI 13 NOVEMBRE

Rendez-vous à 17 heures
à l'Hôtel Marriott Champs-Élysées

RESTITUTION

Questionnaire
ESG



association française des
investisseurs institutionnels



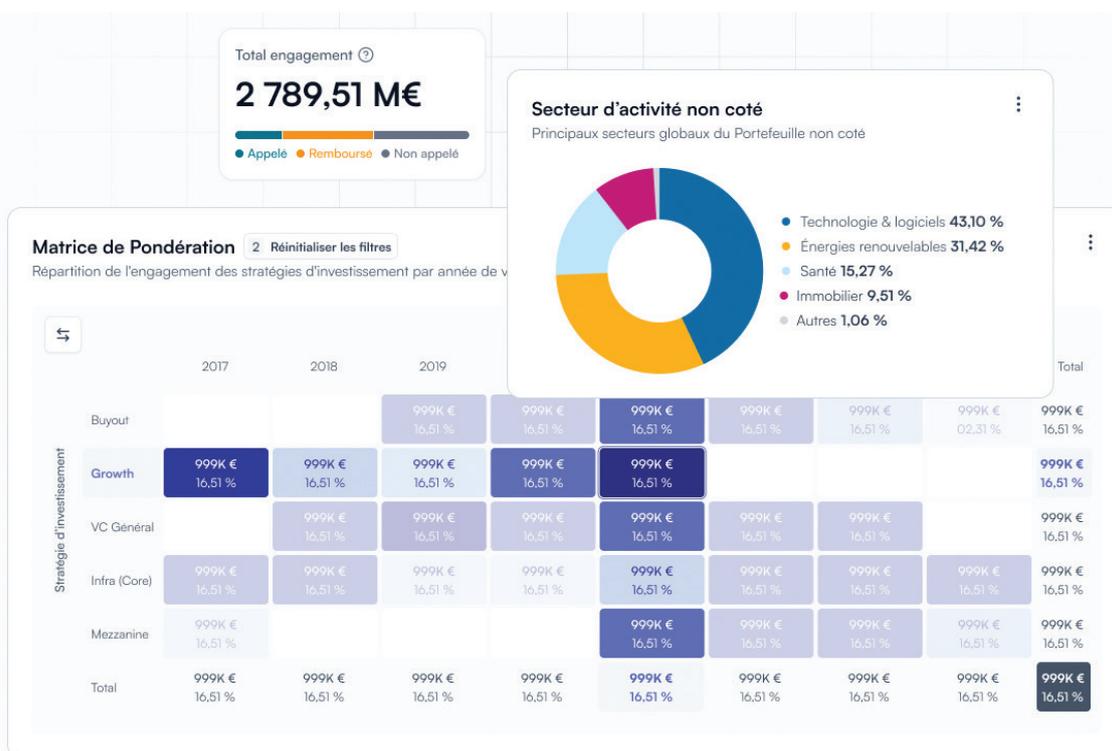
Hexagone Metrics

Un outil SAAS de suivi des actifs de placement des investisseurs

Créée en 2023, Hexagone Metrics est la FinTech du groupe Hexagone, et propose un outil SAAS de suivi des actifs de placement des investisseurs. S'appuyant sur la forte expertise métier du Groupe depuis plus de 10 ans, ce sont 13 personnes qui contribuent aujourd'hui à développer cette nouvelle activité (développeurs, experts métiers, responsables de satisfaction client...).

«Depuis 6 mois nous accélérons les développements sur les actifs non cotés. En effet, les investisseurs sont désormais tous investis sur des produits de private equity, dette non cotée ou projets d'infrastructure, et ce pour une part de plus en plus importante de leur

portefeuille. Et ils sont à la recherche d'outils pour faciliter leur suivi et remplacer les tableaux Excel, permettant ainsi de collecter les données, et d'offrir un suivi simple et fiable» révèle Anne-Charlotte Roy, CEO de Metrics. Le Module Non coté permet ainsi de répondre





Anne-Charlotte ROY

Directrice Générale Metrics & Responsable ESG

Dylan Ivens

CTO d'Hexagone Metrics

HEXAGONE



à ces problématiques. La solution collecte d'une part directement les données publiées par les sociétés de gestion (valorisations, appels de fonds) et propose ensuite une interface offrant une vision détaillée des différentes expositions du portefeuille des investisseurs ainsi que l'ensemble des indicateurs nécessaires.

Tous les indicateurs de rendement sont ainsi calculés et mis à disposition en tableaux de bord ou sous forme de graphiques interactifs : multiples, TRI et taux de distribution sont ainsi consultables à tout moment par l'investisseur. Il est évidemment intéressant de suivre l'évolu-

tion de ces indicateurs pour chacun des produits investis, mais également de pouvoir challenger cette information avec les engagements pris par les GPs ou encore d'établir des comparatifs sur des stratégies similaires.

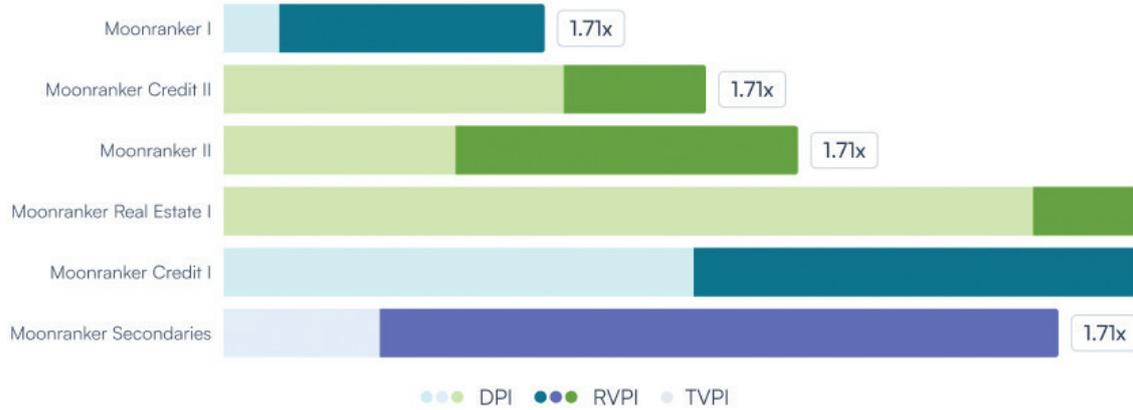
L'enjeu de la data des actifs non cotés

Une des spécificités des actifs non cotés réside dans leur fonctionnement par appels de fonds et remboursements successifs. Ainsi, le suivi de ses positions implique pour l'investisseur d'être capable d'identifier, distinguer et monitorer l'ensemble de ces flux, et de pouvoir ensuite les

Infrastructure

TVPI par fonds d'Infrastructure

Rechercher un fonds



2023.02.24_PE_6ans_4373 4327

Private Equity - VC (General)

Afficher en montant (€)

31 sept. 2024

Télécharger

Caractéristiques Flux Valorisation

Dernier flux : 25/10/2024

VL

65K€

au 24 sept. 2024

TRI

9,25%

Argent au travail

9,25%

DPI

0,40x

RVPI

0,80x

TVPI

1,20x

Stratégie d'investissement

Définition

Le Fonds vise à générer un rendement ajusté au risque attractif en investissant principalement dans des dettes seniors émises par des entreprises européennes de taille moyenne. Ce fonds, conforme à l'Article 8, cherche à allier performance financière et impact positif en se concentrant sur des entreprises démontrant un engagement fort envers les principes ESG.

Classification

Définition

Société de gestion

ABC Invest

Vos opérations sur ce produit

Définition

Date opération	Montant	Type d'opération
17/12/2024	25 000 000,00 €	Plus value
23/09/2024	45 000 000,00 €	Remboursement de capit
07/03/2024	70 000 000,00 €	Appel de Fonds
18/11/2023	38 000 000,00 €	Retour de Fonds
21/03/2023	85 000 000,00 €	Appel de Fonds

projeter dans le temps afin d'avoir un estimatif de ses besoins de trésorerie. Traitées à la main ces informations nécessitent des ressources dédiées et des fichiers de suivi et de modélisation complexes et difficilement viables dans le temps.

Afficher ensuite un TRI ou encore un multiple sur un fonds de non coté relève d'un calcul relativement simple. L'enjeu des actifs non cotés tient finalement plus dans la collecte et le traitement de la donnée, qui va permettre d'effectuer le calcul de ces indicateurs, et de suivre son portefeuille de façon précise.

Dans l'univers des actifs cotés (actions, obligations...), des bases de données existent permettant d'avoir accès à de l'information publique ou encore à des prix officiels servant de standard de marché. Rien de tel dans l'univers du non coté ; les prix sont des informations de gré à gré confidentielles, les cibles financées sont souvent des entreprises de plus petite taille sur lesquelles moins d'informations sont communiquées. Ce sont les GPs qui ont accès et maîtrisent l'ensemble des indicateurs des cibles qu'ils financent. Et du côté investisseur, les portefeuilles de non coté peuvent parfois être investis sur plus de 200 supports, gérés par plus d'une centaine de GPs différents, et qui représentent en transparence plusieurs milliers de participations financées ! Cet enjeu de gestion d'une donnée très fragmentée est donc colossal.

Pour Dylan Ivens, CTO d'Hexagone Metrics : « La donnée relative aux actifs non cotés nécessite une attention particulière et des traitements spécifiques. C'est une donnée hétérogène, autant dans la forme (documents de provenance et format divers) que sur le fond (nomenclatures et classifications particulières). Il y a donc un enjeu important dans la mise en place d'une solution qui harmonise et rend disponible et intelligible cette donnée. »

Quelle transparence pour les actifs non cotés ?

Nous l'avons vu, les données nécessaires au suivi des actifs non cotés sont multiples et très chronophages d'un point de vue opérationnel. Au-delà du besoin de chaque investisseur de suivre les supports investis, afin de challenger leur niveau de rentabilité et le respect des objectifs fixés, l'enjeu est pour lui de savoir ce qu'il finance : quelles entreprises, dans quels secteurs et quels pays, ainsi que la santé financière de ces entreprises.



La donnée relative aux actifs non cotés nécessite une attention particulière et des traitements spécifiques. C'est une donnée hétérogène, autant dans la forme que sur le fond.

A partir de l'été 2025, le Module Non coté offrira également la possibilité à ses clients de connaître en toute transparence les actifs sous-jacents financés.

En effet le module de « transparence non cotée » grâce à la lecture, le retraitement et l'agrégation de l'ensemble des informations communiquées par les GPs va permettre à chaque investisseur de maîtriser pleinement son portefeuille. Quels sont les secteurs que je finance le plus aujourd'hui ? Suis-je exposé à des pays que ma politique d'investissement m'interdit ? Certaines entreprises en portefeuille sont-elles financées à plusieurs reprises au travers de mes différents supports ? Autant de questions dont les

réponses doivent être facilement trouvées, permettant aux LPs de maîtriser au mieux leur risque.

Et pour l'immobilier ?

L'immobilier est une classe d'actifs à part entière. Son fonctionnement se rapproche des actifs non cotés justement par la nature de données sous-jacentes, très diffuses et non organisées. Néanmoins les indicateurs métier diffèrent avec des besoins spécifiques et une organisation de marché différente.

Notre objectif est donc d'ici la fin de l'année de compléter notre offre non cotée avec un module spécifique dédié à l'immobilier en capitalisant sur les méthodologies de traitement de données d'ores et déjà éprouvées pour le non coté.

Risques climatiques

Évaluation du stress-test financier sur l'indice MSCI World

Dans le cadre d'un partenariat avec le MIT Joint Program, Amundi a publié un papier de recherche qui s'inscrit dans la littérature croissante sur les risques financiers liés au climat. Le papier applique des scénarios de transition issus du modèle EPPA (Economic Projection and Policy Analysis) du MIT pour évaluer les impacts potentiels de ces scénarios sur l'indice MSCI World.

Le cadre méthodologique combine la modélisation macroéconomique à des techniques de déclinaison microéconomique, permettant ainsi de rapprocher les scénarios climatiques globaux à la valorisation financière des entreprises. Cette approche rejoint les récentes évolutions en matière de stress-testing climatique proposées par les banques centrales et les régulateurs (ESMA, 2022 ; Battiston et al., 2017 ; Roncoroni et al., 2021). L'approche développée s'articule en trois volets : la conception de scénarios à l'aide du modèle EPPA, la projection au niveau de l'entreprise des indicateurs financiers, et la valorisation de l'entreprise via des méthodes d'actualisation des flux de trésorerie pour les actions ou de modélisation du risque de crédit pour les obligations.

Le modèle EPPA présente des avantages spécifiques pour cette analyse grâce à sa capacité à désagréger les données par secteur et par région. Il couvre 18 régions géographiques distinctes et 22 secteurs économiques en calculant explicitement les revenus, les coûts et les émissions directes de chaque secteur ainsi que les interdépendances sectorielles – permettant de déterminer les émissions indirectes, ce qui permet une analyse fine des trajectoires de transition à travers diverses activités économiques et zones géographiques. Les scénarios étudiés incluent :

- Un scénario de référence (Tendances actuelles) : Suivi des politiques climatiques pré-2019 caractérisées par un changement technologique lent, avec une prévision de réchauffement d'environ 3,2 °C d'ici à 2100, et une baisse marginale des émissions mondiales de gaz à effet de serre, passant de 47 Gt CO₂e en 2020 à 45 Gt CO₂e en 2050.
- Net Zero Scenario (1,5 °C avec dépassement) : Mise en œuvre de politiques de réduction des émissions très ambitieuses, permettant une baisse de 62 % des émissions d'ici 2050 par rapport aux niveaux de 2020, accompagnée d'une croissance importante de la part des énergies à faible émission de carbone (passant de 20 % à 60 % du mix énergétique mondial).
- Neutralité carbone 2050 (1,5 °C) avec BECCS limité : Scénario proche de celui des actions accélérées, mais avec une disponibilité restreinte des technologies de bioénergie avec captage et stockage du carbone, impliquant ainsi des transformations plus radicales des systèmes énergétiques et des processus industriels.
- Inférieur à 2 °C immédiat (ordonné) : Adoption précoce d'actions collectives à l'échelle mondiale à partir de 2020, permettant de maintenir le réchauffement en dessous de 2 °C, avec des



De gauche à droite :

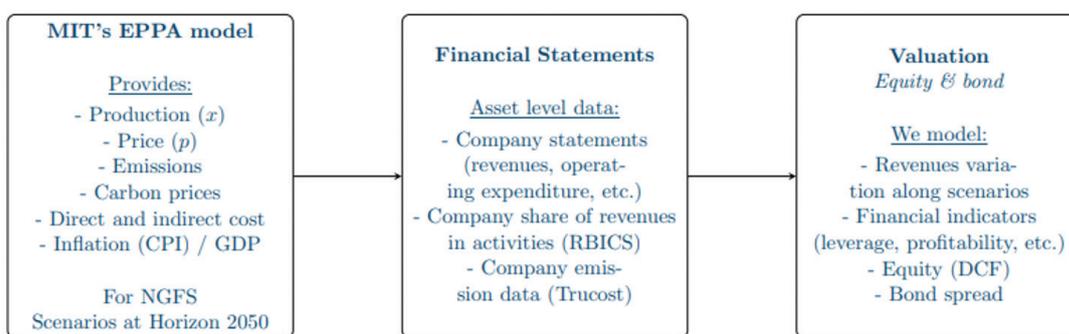
Théo LE GUENEDAL

Head of prospective and
Quant Solutions
Amundi Technology

Théophile TIXIER

CFA – Responsible
Investment Specialist

Amundi
Investment Solutions



Source : Research center Amundi

changements technologiques modérés et un déploiement limité des technologies de retrait de CO₂.

• Inférieur à 2 °C différé (désordonné) : Poursuite des tendances actuelles jusqu'en 2030, suivie d'une mise en œuvre brutale de réductions importantes des émissions, entraînant des ajustements rapides et potentiellement coûteux dans la période postérieure.

Approche méthodologique et spécification des variables

Le recouplement des activités des entreprises par secteurs et régions du modèle EPPA s'appuie sur le système de classification Factset Revere Business Industry Classification System (RBICS), complété par les données de la Taxonomie européenne et des profils d'émissions propres aux entreprises. Des algorithmes d'intégration sont utilisés pour faire correspondre les classifications RBICS avec les secteurs définis par le Global Trade Analysis Project, qui constituent la base du modèle EPPA.

Pour chaque entreprise, l'étude détermine la contribution aux émissions de carbone et as-

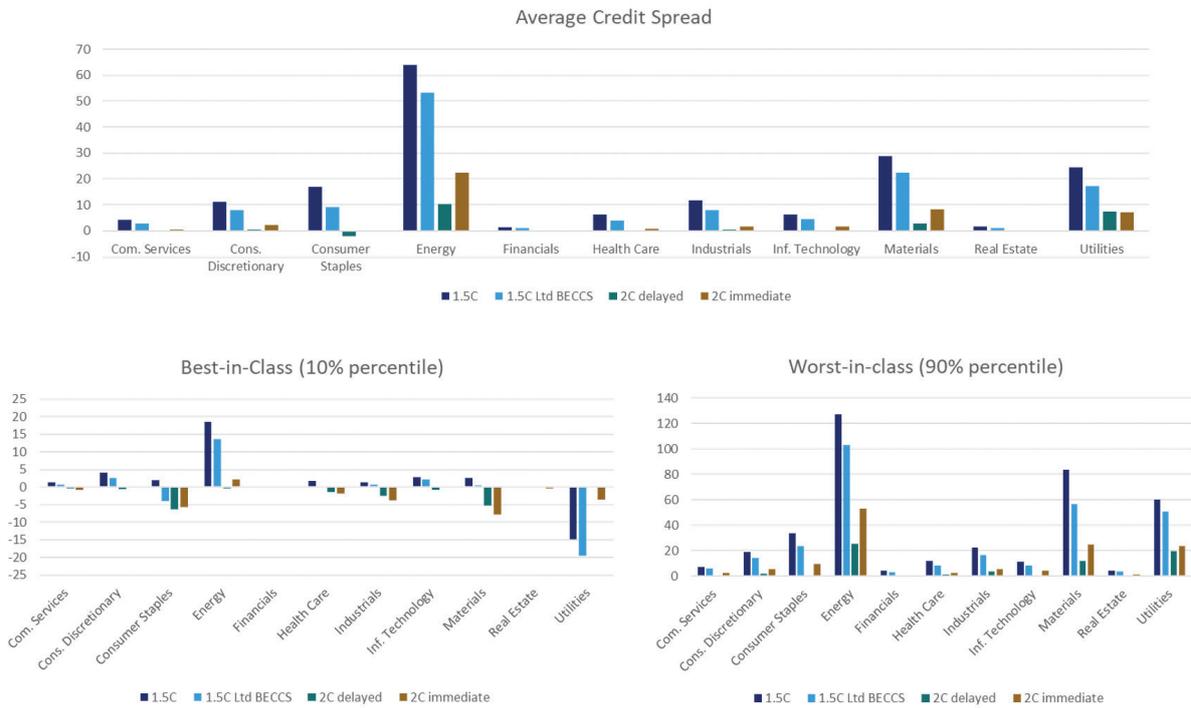
signe les revenus, coûts directs et indirects, et par conséquent les impacts spécifiques à chaque scénario de manière proportionnelle, en tenant compte des différences d'intensité carbone par rapport aux moyennes sectorielles. La projection des états financiers tient compte de plusieurs variables financières affectées par les scénarios de transition telles que les revenus, les dépenses d'exploitation et les flux de trésorerie disponibles.

Ces estimations permettent notamment de calculer la valeur actualisée des flux de trésorerie futurs à partir des coûts moyens pondérés du capital propres à chaque entreprise, ainsi que d'analyser le risque de défaut.

Analyse des impacts financiers et résultats

L'analyse met en évidence une hétérogénéité importante de l'exposition aux risques de transition selon les secteurs et le profil des entreprises. Typiquement, les entreprises dont le mix de revenus intègre une forte proportion d'énergies renouvelables montrent une résilience et des perspectives d'amélioration dans des scénarios climatiques ambitieux, alors que les entreprises fortement dépendantes des énergies

Credit spread induit en 2030 (en point de base) dans les scénarios de transition



Source : Authors calculation from Alto Climate

Statistiques descriptives des ratios de valorisation sectoriels dans différents scenarios



Source : Authors calculation from Alto Climate. Ces ratios représentent l'écart de valeur entre les flux de trésorerie actualisés de la Baseline et des scenarios de transition.

fossiles sont soumises à d'importantes pressions financières.

Implications pour la valorisation des capitaux propres

Les résultats indiquent des effets qui peuvent être significatifs sur la valorisation des entreprises. Pour l'indice MSCI World, un passage complet du scénario de base à des scénarios alignés sur le climat entraînerait les impacts suivants :

- Scénario 1,5 °C : Réduction de la valeur de l'indice de 14,23 %
- Scénario 1,5 °C avec BECCS limité : Réduction de 15,43 %
- Scénario inférieur à 2 °C avec mise en œuvre immédiate : Réduction de 8,33 %
- Scénario inférieur à 2 °C avec mise en œuvre différée : Réduction de 8,72 %

Il est important de noter que l'ampleur des impacts ne varie pas de façon strictement proportionnelle à l'ambition des scénarios. En effet, les scénarios «inférieurs à 2 °C» produisent des effets moins prononcés que ce que l'on pourrait attendre, compte tenu de l'interaction complexe entre le calendrier de la transition, la disponibilité des technologies et les taux d'actualisation appliqués aux flux futurs.

La répartition sectorielle des impacts révèle des disparités marquées. Les entreprises du secteur de l'énergie subissent des réductions importantes de leur flux de trésorerie actualisés par rapport au scénario de base, avec des baisses moyennes de l'ordre de 89 à 91 %. Cette situation reflète à la fois les effets directs du coût du carbone et la réduction structurelle de la demande en combustibles fossiles. En revanche, le secteur des services publics présente une distribution bimodale, où les entreprises traditionnelles à forte dépendance aux énergies fossiles enregistrent des pertes importantes, tandis que celles axées sur les énergies renouvelables pourraient bénéficier d'une croissance pouvant

atteindre jusqu'à 177 % dans le scénario 1,5 °C avec BECCS limité (au 95e centile).

Le secteur des matériaux est également fortement impacté, avec des effets négatifs de l'ordre de 31 à 36 % dans les scénarios 1,5 °C, alors que les secteurs moins intensifs en carbone (tels que les communications, la finance ou la santé) subissent généralement des impacts plus modérés, dans une fourchette de 5 à 15 %. Cette différenciation sectorielle souligne la nécessité d'adapter les stratégies de gestion des risques de transition à chaque segment de l'économie.



Pour les investisseurs, les conclusions de cette recherche insistent sur la nécessité d'intégrer les scénarios de transition dans les processus d'allocation stratégique et de sélection des titres.

Implications en termes de risque de crédit

L'analyse des variations des spreads de crédit induites par la transition met en lumière des disparités entre les secteurs. Dans le scénario 1,5 °C, le secteur de l'énergie voit ses spreads de crédit augmenter en moyenne de 64 points de base d'ici à 2030, pour atteindre 103 points de base d'ici à 2040. Le secteur des matériaux, quant à lui, présente des hausses significatives de 24 points de base d'ici à 2030 et de 45 points de base d'ici 2040. Au 90e percentile, le coût supplémentaire de la dette atteint des niveaux particulièrement préoccupants dans les scénarios agressifs, avec environ 1 % d'ici 2030 et 2,3 % d'ici 2040 dans le scénario 1,5 °C avec BECCS limité.

Ces niveaux traduisent un risque extrême important pour les entreprises les plus vulnérables, risquant de menacer la soutenabilité de la dette pour des entreprises fortement endettées et impliquées ou exposées à des activités à fortes émissions carbone.

L'évaluation du risque de crédit révèle également une dynamique temporelle nuancée. Alors que le scénario inférieur à 2 °C avec mise en œuvre différée conduit à des augmentations des spreads relativement modérées à court terme, l'ajustement rapide post-2030 présente d'importants défis de solvabilité. Ce constat



laisse entrevoir des préoccupations relatives à la stabilité financière en cas de mise en œuvre désordonnée des politiques climatiques, les marchés financiers pouvant peiner à absorber en douceur de tels événements de réajustement.

Conclusion et implications

Cette analyse offre une évaluation complète de l'exposition aux risques de transition sur les marchés actions monde, révélant des impacts potentiellement importants mais hétérogènes. Les résultats contribuent à une meilleure compréhension des canaux de transmission du risque de transition et des vulnérabilités sectorielles, tout en apportant des innovations méthodologiques dans la déclinaison des scénarios climatiques vers des mesures financières au niveau des entreprises.

Les principaux enseignements de l'étude sont multiples. D'une part, il apparaît que les secteurs à forte intensité carbone font face à d'importants chocs de valorisation en cas de scénarios climatiques ambitieux, les impacts pouvant largement dépasser la volatilité habituelle sur ces secteurs. D'autre part, l'hétérogénéité des impacts au sein même des secteurs démontre que la position et la capacité d'adaptation spécifiques des entreprises jouent un rôle déterminant dans l'exposition aux risques de transition. Ainsi, les entreprises qui se diversifient vers des activités à faible émission carbone bénéficient d'une résilience nettement accrue. L'analyse du risque de crédit souligne par

ailleurs les défis de financement pouvant accentuer les effets de la transition, en particulier si la mise en œuvre des politiques climatiques s'opère de façon désordonnée. Cette situation met en lumière l'importance de politiques graduelles et prévisibles qui permettent une réallocation efficace du capital sans déclencher d'instabilités financières.

Pour les investisseurs, les conclusions de cette recherche insistent sur la nécessité d'intégrer les scénarios de transition dans les processus d'allocation stratégique et de sélection des titres. Les écarts significatifs de valorisation entre les modèles économiques à forte et faible intensité de carbone indiquent des opportunités potentielles d'alpha, à condition d'anticiper correctement les trajectoires de transition. Par ailleurs, les risques extrêmes identifiés pour les secteurs les plus émetteurs suggèrent que la gestion prudente du risque de transition peut nécessiter une réduction de l'exposition aux entreprises ne présentant pas de stratégies crédibles de transition. En conclusion, cette étude démontre que, bien que la transition climatique engendre des risques systémiques importants, ceux-ci sont distribués de manière inégale et peuvent être atténués par des stratégies d'adaptation appropriées. La méthodologie développée offre ainsi un cadre pour l'évaluation continue de l'exposition aux risques de transition, à mesure que l'évolution des politiques climatiques et des stratégies d'entreprise s'adapte à un futur aux ressources en carbone contraintes.



La presse parle de l'Af2i

Option **Finance**

Trump face à la Fed est-il original ?
Analyse de Hubert Rodarie
21 mai 2025

Time to Change 2025 : Les débats de l'Af2i
28 avril 2025

L'AGEFI

«Le financement du secteur de la défense
est compatible avec les règles ESG»
24 avril 2025

Les Echos

Tribune d'Hubert Rodarie
«Trump, pourquoi tant de haine ?»
18 avril 2025

L'ACTUARIEL

Finance non bancaire : Marche à l'ombre
14 avril 2025



Infrastructures

La compétitivité européenne sera bénéfique au marché

L'Europe devient de plus en plus attrayante pour les investissements en infrastructures. Les réformes ont levé les obstacles structurels à la compétitivité pour développer les secteurs stratégiques de l'énergie propre, de l'industrie, de la défense et du numérique. Pour soutenir ces avancées politiques, des capitaux supplémentaires seront injectés dans le marché européen des infrastructures. En stimulant l'économie européenne avec des investissements plus élevés et un soutien accru des capitaux privés, les investisseurs pourraient voir d'un meilleur oeil la dynamique en Europe surtout face à l'incertitude mondiale.

Le marché des infrastructures devrait bénéficier de la réponse de l'Europe à divers défis internes et externes. L'UE développe des dispositifs de financement plus ciblés et efficaces pour les infrastructures, réduit la bureaucratie et les exigences de reporting pour les entreprises, et élimine les barrières pour les entités pan-européennes. L'investissement de 500 milliards d'euros de l'Allemagne dans les infrastructures, dont 100 milliards pour le climat, est particulièrement notable, compte tenu de la réticence historique du pays à augmenter sa dette.

Les relations commerciales avec les États-Unis et les risques de sécurité croissants en provenance de la Russie ont poussé l'UE et les gouvernements européens à agir davantage. Pendant la crise énergétique de 2022, l'Europe a démontré sa capacité à prendre des décisions politiques face aux pressions extérieures. La réponse au conflit Russie-Ukraine (REPowerEU) est désormais un pilier central de la politique énergétique européenne. La compétitivité européenne, un problème de longue date, nécessite une attention accrue dans un contexte de relations instables avec les États-Unis. Les mesures

politiques et les droits de douane de l'administration Trump ont jeté le doute sur la trajectoire économique (incluant les infrastructures) des États-Unis, incitant les décideurs européens à réagir et à éliminer les anciennes barrières à l'investissement.

Dans une note de recherche précédente, nous avons souligné les avantages d'une exposition à l'Europe dans une allocation d'infrastructures¹ et l'attrait des investissements sur les marchés privés européens dans une allocation stratégique d'actifs². Nous avons également mis en lumière les risques liés au sous-financement des petites entreprises innovantes du secteur des infrastructures compte tenu de levées de capitaux toujours plus importantes des fonds Core/Core+ alors que ces sociétés sont cruciales pour la transition énergétique et numérique et offrent des rendements potentiellement plus élevés pour les investisseurs³. À notre avis, l'Europe offre la base d'actifs la plus profonde et diversifiée pour les investisseurs privés, avec des entreprises opérant dans un cadre réglementaire stable et équilibré. La complexité de la zone permet d'accéder à des transactions à des valo-



De gauche à droite :

Murray BIRT
Analyste ESG Senior

Richard MARSHALL
Responsable de la
recherche infrastructures



risations intéressantes. Depuis le début de l'année, plusieurs annonces politiques ont eu des implications potentiellement positives pour les investisseurs en infrastructures.

Les propositions récentes de modification de la politique de l'UE mettent en avant le rôle central des capitaux privés pour atteindre les objectifs définis. Des capitaux supplémentaires sont mis à disposition pour soutenir ces initiatives, attirant des investisseurs dans certains secteurs d'infrastructure. L'accent est mis sur la création d'un flux durable de capitaux privés dans l'économie européenne, rendant l'investissement dans les infrastructures plus attrayant et rationalisé. Le rapport Draghi a souligné les besoins importants en fonds propres jusqu'en 2030 pour atteindre les objectifs de l'UE. La bourse pour la compétitivité propose une union des marchés des capitaux plus intégrée et une stratégie pour une union de l'épargne et de l'investissement, visant à démocratiser la catégorie d'actifs infrastructure en l'ouvrant davantage au capital des particuliers. Bien que des ambitions similaires aient échoué auparavant, une mobilisation plus efficace des marchés de capitaux privés en Europe devrait stimuler le marché des infrastructures. Le plan pour une industrie propre propose un

dé-ploiement plus efficace des subventions et des prêts de l'UE, aidant à surmonter les défis à l'attractivité de l'Europe pour les capitaux internationaux, comparé aux incitations financières directes offertes par la loi américaine sur la réduction de l'inflation.



Les relations commerciales avec les États-Unis et les risques de sécurité croissants en provenance de la Russie ont poussé l'UE et les gouvernements européens à agir davantage.

Allemagne : des niveaux d'investissements attendus en hausse

En plus des récents développements politiques, il y a eu un changement d'attitude militant pour des niveaux d'investissement plus élevés en Europe. L'UE prévoit notamment de mobiliser plus de 800 milliards d'euros pour les dépenses de défense, stimulant la demande dans l'économie et créant des opportunités dans des secteurs comme la location, les services aux infrastructures et la logistique, via des partenariats publics-privés (PPP). En février 2025, la France a annoncé un programme de 200 milliards d'euros pour l'investissement dans l'IA, incluant les centres de données et la production de semi-conducteurs. En Allemagne, les négociations politiques ont conduit à un changement significatif de la politique de la dette. Le Bundestag a voté pour annuler la limite de la dette de 0,35 % du PIB pour les dépenses de défense et créer un fonds d'infrastructure de 500 milliards d'euros. Ce fonds a été approuvé par le Bundesrat,

Graphique 1 : valeur des transactions d'infrastructure conclues, Allemagne (milliards d'euros)



garantissant la marge de manoeuvre budgétaire pour sa création. En 2024, près de 40 milliards d'euros de transactions d'infrastructure ont été conclues en Allemagne, rendant significatif le montant annuel de capital déployé grâce au nouveau fonds.

Les détails sur le déploiement des fonds d'infrastructure doivent encore être confirmés, mais les principaux points sont :

- Taille totale du véhicule : 500 milliards d'euros levés en fonds, hors budget, à dépenser sur 12 ans (40 milliards d'euros par an).
- 100 milliards d'euros seront alloués aux États allemands, 100 milliards pour la protection du climat, et 300 milliards dirigés par le gouvernement fédéral.
- L'accent sera mis sur le renouvellement des infrastructures traditionnelles (routes, chemins de fer) et les infrastructures municipales (chauffage, énergie, télécommunications, écoles, universités, hôpitaux).
- L'énergie est le grand gagnant, avec 100 milliards d'euros pour atteindre la neutralité climatique d'ici 2045, inscrite dans la constitution allemande. Cela inclut des investissements dans le réseau, les énergies renouvelables, l'efficacité énergétique, l'infrastructure de charge des véhicules électriques et l'hydrogène.

Alors que la puissance de feu budgétaire qui émerge sur les marchés européens est un avantage net pour les marchés des infrastructures, il y a un certain nombre de considérations à prendre en compte. Avant que des pays comme la France et l'Allemagne puissent investir massivement dans leur économie, conformément à la politique plus ouverte de l'UE sur les aides d'État dans les secteurs stratégiques, certains marchés

sans marge budgétaire pourraient contester ces plans d'investissement. Cela pourrait créer des distorsions sur le marché unique. De même, une grande partie de la politique au niveau de l'UE élaborée ces dernières années pour les secteurs de l'infrastructure a cherché à accroître l'investissement du secteur privé. Par conséquent, inonder le marché avec des fonds publics risque d'évincer les capitaux privés.

Il est probable qu'une grande partie du capital supplémentaire du fonds allemand sera déployée dans ce qui serait considéré comme des infrastructures de grande capitalisation « core », en particulier dans le secteur des transports, où il y a moins de place pour le marché privé en dehors des PPP. Cependant, pour réaliser des investissements dans des domaines tels que la décarbonisation des transports, l'efficacité énergétique industrielle, l'infrastructure de charge des véhicules électriques, l'infrastructure numérique et pour atteindre les objectifs en matière d'énergies renouvelables, le financement pourrait potentiellement être déployé pour inciter davantage de capitaux privés dans ces secteurs. Ces segments du marché des infrastructures sont plus commerciaux, avec des entreprises privées actives. Pour le marché des infrastructures allemand, les rendements des obligations d'État allemandes ont augmenté en raison de l'augmentation prévue des émissions obligataires, ce qui pourrait potentiellement augmenter le rendement attendu des actifs d'infrastructure privés du pays.

1. DWS Infrastructure Research, Infrastructure Strategic Outlook, juillet 2023
2. DWS, Europe's Investment Appeal, Novembre 2024
3. DWS, Infrastructure's Missing Capital, Novembre 2024



38^e édition du Prix Turgot

Ce rendez-vous annuel, incontournable, de la littérature et de la pédagogie économique financière, met à l'honneur des auteurs confirmés et de nouveaux talents prometteurs. Une contribution essentielle à la nécessaire stratégie d'éducation financière pour sensibiliser nos concitoyens aux enjeux économiques et financiers contemporains.

LAURÉATE DE LA 38^E ÉDITION

Laure QUENNOUELLE-CORRE
« **Le déni de la dette,
une histoire française** »,
Editions Flammarion

Remis par Augustin
de Romanet,
Président du Cercle Turgot



**LAURE
QUENNOUELLE-
CORRE**

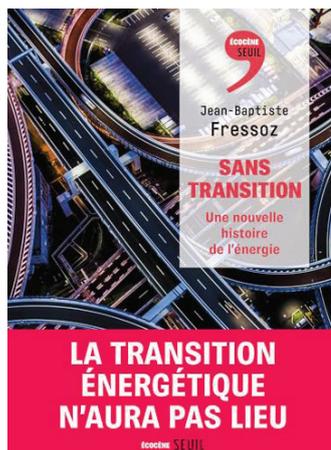
**Le déni
de la dette**
Une histoire
française

Flammarion

PRIX DU JURY DE LA 38^E ÉDITION

Jean -Baptiste FRESSOZ
« **Sans Transition** »
Editions Seuil

Remis par Jean-Claude Lelan,
Président Fondateur d'ARGAN



François-Xavier CARAYON
« **Les états prédateurs** »
Editions Fayard

Remis par le Général Jean-Gilles Sintès, Secrétaire
Général du Cercle Turgot, Groupe VIEL

François-Xavier Carayon

**LES ÉTATS
PRÉDATEURS**



Des réseaux adaptés à l'avenir

La prochaine phase de la transition énergétique

La récente panne de courant sur la péninsule ibérique, la plus importante en Europe depuis 20 ans, a montré à quel point nous dépendons de l'électricité dans notre vie quotidienne. Mais cela a également mis en lumière l'urgence de rendre les réseaux énergétiques adaptés à l'avenir.

En avril, l'Espagne et le Portugal ont connu la plus grande panne de courant en Europe en deux décennies sur un réseau principalement alimenté par l'énergie éolienne et solaire.

L'interruption de près de 18 heures a révélé la dépendance croissante de la vie moderne à l'électricité. Elle a aussi soulevé une question essentielle : les infrastructures actuelles sont-elles réellement adaptées aux besoins de la transition énergétique ?

La perturbation a mis en évidence l'urgence de renforcer les investissements pour développer des systèmes énergétiques résilients et à faible émission de carbone, ainsi que le rôle central que les matériaux stratégiques et les stratégies vertes peuvent jouer dans cette transformation.

Alors que l'investissement mondial dans les énergies renouvelables a presque doublé depuis 2010, l'investissement dans les réseaux a à peine changé, se maintenant autour de 300 mil-

“

La plupart des pays ne disposent pas encore d'infrastructures de stockage adaptées, ce qui ouvre des perspectives de croissance pour ce segment de marché.

liards de dollars par an. Ce montant doit doubler d'ici à 2030 pour atteindre plus de 600 milliards de dollars par an afin de couvrir les révisions nécessaires, selon l'Agence internationale de l'énergie.

Construire ou moderniser les réseaux existants nécessitera des câbles et des pylônes pour connecter la capacité de production et transporter l'électricité des parcs éoliens et solaires éloignés vers les centres urbains. Les réseaux numériques de nouvelle génération pour stocker l'électricité pendant la nuit ou lorsque le vent faiblit seront essentiels pour gérer l'approvisionnement intermittent des énergies renouvelables. La stabilisation de cet approvisionnement reposera également sur le développement

du stockage de l'énergie, qui nécessitera l'utilisation de métaux rares, de lithium et d'autres matériaux stratégiques. La plupart des pays ne disposent pas encore d'infrastructures de stockage adaptées, ce qui ouvre des perspectives de croissance pour ce segment de marché.



Léna JACQUELIN
Gérante de portefeuille

J. Safra Sarasin

La transition énergétique soutient également le marché des matériaux de réseau tels que le cuivre et l'aluminium – essentiels pour l'expansion et la mise à niveau des systèmes de transmission.

Un catalyseur positif pour les entreprises du portefeuille

Malgré les incertitudes liées à une possible présidence Trump 2.0 et son impact potentiel sur les politiques climatiques, les stratégies d'investissement orientées vers la transition verte ont enregistré de meilleures performances que les actions mondiales depuis le début de l'année.

Pour plusieurs de nos entreprises en portefeuille, la récente panne de courant en péninsule ibérique pourrait constituer un nouveau catalyseur, renforçant cette tendance et soutenant les perspectives de bénéfices à long terme ainsi qu'une croissance portée par les politiques publiques.

La perturbation a confirmé que notre thèse fondamentale pour le fonds JSS Sustainable Equity – Green Planet reste intacte : la transition vers un système énergétique résilient et à faible émission de carbone nécessitera des investissements d'infrastructure soutenus.

Le fonds est fortement positionné dans des entreprises qui sont à l'avant-garde de la transition énergétique, en particulier en ce qui concerne

la mise à niveau des infrastructures et l'électrification. Cela reflète notre conviction que le goulot d'étranglement de la transition énergétique n'est plus la production, mais l'infrastructure – c'est-à-dire, la gestion de l'approvisionnement intermittent des énergies renouvelables par rapport aux sources de base traditionnelles.

C'est pourquoi nous avons sélectionné, parmi nos participations, des entreprises telles que Schneider Electric, spécialiste mondial de l'efficacité énergétique et des systèmes d'électrification; National Grid, acteur multinational de l'électricité et du gaz qui devrait bénéficier de nouveaux investissements dans les réseaux en Europe et aux États-Unis ; et GE Vernova, un acteur clé de l'électrification aux États-Unis.

Inversement, le fonds a une très faible exposition aux entreprises d'énergie renouvelable. En complément à la stratégie Green Planet, le fonds JSS Sustainable Equity – Strategic Materials est bien positionné pour tirer parti de la demande croissante de matériaux de stockage, de métaux de réseau et de facilitateurs de l'électrification.

Nous sommes convaincus que nos stratégies sont bien positionnées pour tirer parti de cette tendance, offrant aux investisseurs un accès ciblé à ces thèmes puissants au travers de portefeuilles d'actions mondiales.





Gestion active ou ETF

Pourquoi choisir ?

Les ETF ont transformé le paysage de l'investissement par leur capacité à allier flexibilité et accessibilité. Plus récemment, les ETF actifs, ou ETF gérés activement, ont émergé comme une nouvelle catégorie, apportant des solutions innovantes pour les investisseurs qui cherchent à optimiser leurs portefeuilles.

Contrairement aux ETF passifs, qui s'efforcent de reproduire la performance d'un indice, les ETF actifs bénéficient d'une gestion dynamique qui vise à surperformer le marché. Cet article présente les principales caractéristiques, avantages et défis des ETF actifs, soulignant leur rôle dans les stratégies d'investissement modernes.

Un fort momentum pour la demande d'ETF actifs À l'échelle mondiale, les ETF ont connu un taux de croissance annuel composé (CAGR) de 16 % au cours des deux dernières décennies. La demande pour les ETF gérés activement a enregistré une expansion encore plus marquée, avec un CAGR de 29 % sur les 14 dernières années.

La dynamique d'adoption de ces ETF varie selon les régions. Les États-Unis représentent un marché important, grâce à des avantages fiscaux et une infrastructure bien développée. L'Europe plus en retrait à tout de même affiché une croissance significative, avec un CAGR de 28 % sur cinq ans.

Caractéristiques clés des ETF actifs

Les ETF actifs se distinguent par leur capacité à combiner les avantages des ETF traditionnels avec une gestion dynamique. Ils se négocient sur les marchés boursiers de la même manière que des actions ordinaires, offrant ainsi aux investisseurs une grande liquidité et flexibilité dans leurs décisions d'achat et de vente.

Un autre aspect fondamental des ETF actifs est leur transparence. Contrairement à de nombreux fonds d'investissement traditionnels, les

ETF divulguent régulièrement leur composition de portefeuille, souvent quotidiennement. Cela permet aux investisseurs de suivre de près l'évolution de leurs actifs, favorisant ainsi des décisions éclairées sur leurs investissements.

Avantages des ETF actifs

Les ETF actifs présentent de nombreux atouts, notamment leur capacité à générer une surperformance grâce à une gestion active. Les gérants expérimentés peuvent identifier les inefficiences du marché, ajuster leurs positions en fonction des évolutions économiques et investir dans des titres hors indice ayant un fort potentiel de croissance. De plus, les ETF actifs bénéficient généralement de frais de gestion plus compétitifs que ceux des FCP traditionnels, ce qui les rend accessibles à un large éventail d'investisseurs. Ce point est particulièrement avantageux pour ceux qui souhaitent profiter d'une gestion professionnelle tout en maîtrisant les coûts associés à leurs investissements. La simplicité des transactions est également un atout majeur. Lorsqu'un investisseur souhaite accéder à une stratégie d'investissement à travers un ETF, il n'a pas besoin d'ouvrir de nouveaux comptes ni de remplir des formulaires complexes. Les opérations peuvent être effectuées directement via des courtiers ou des participants autorisés, offrant ainsi une flexibilité appréciable dans la gestion des actifs. Ainsi, les ETF actifs allient le meilleur de la gestion active à la flexibilité et à la transparence d'une enveloppe ETF.

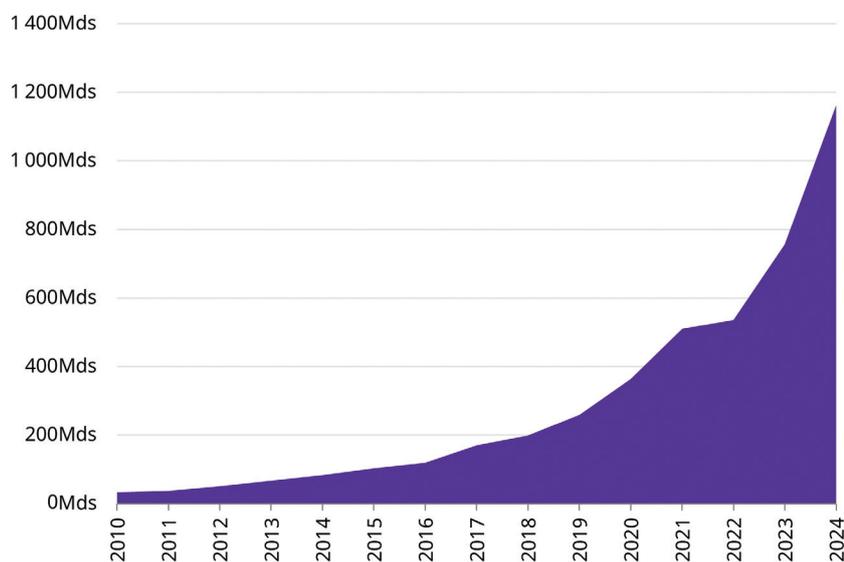
ETF



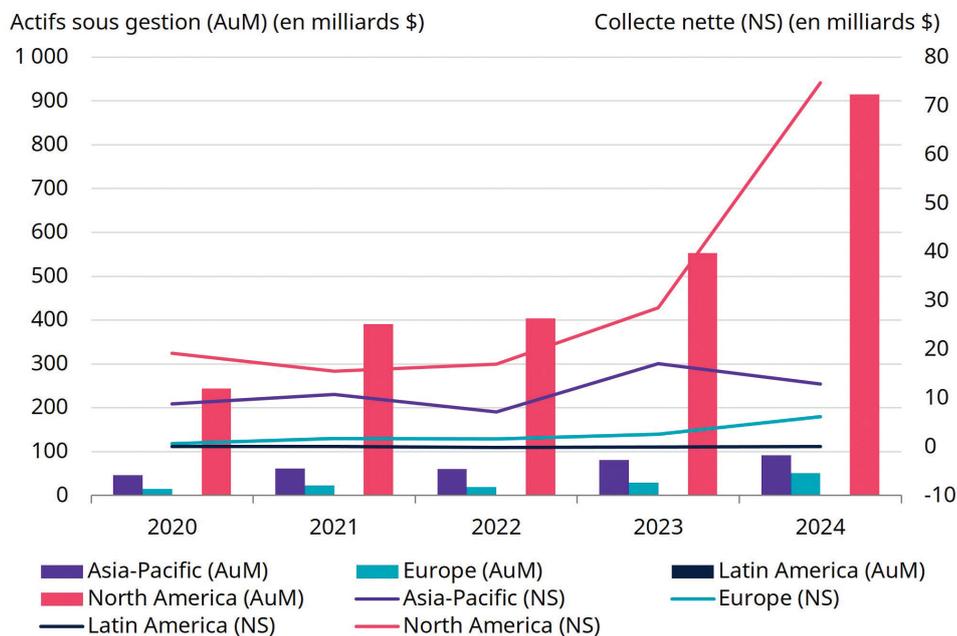
Avni THAKRAR-NEELIAH
Head of Product
and Market Strategy

Schroders

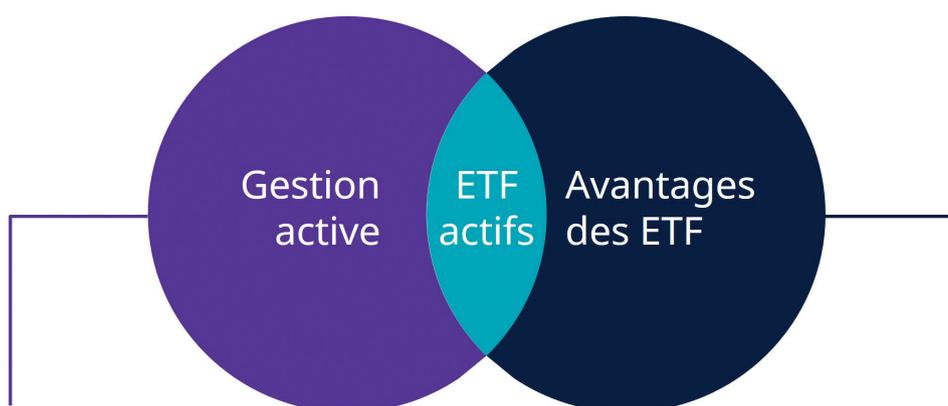
Croissance des ETF actifs de 2010 à 2024



Croissance par zones géographiques



La combinaison d'une gestion active et d'une structure flexible



- Expertise et analyse
- Allocation d'actifs tactique
- Gestion du risque
- Potentiel de surperformance

- Transparence des positions
- Efficacité opérationnelle
- Accès et détermination des prix
- Faible tarification en fonds collectifs
- Flexibilité

	Fonds communs de placement	ETF passifs	ETF actifs
Diversification	✓	✓	✓
Liquidité en temps réel		✓	✓
Transparence		✓	✓
Gestion active	✓		✓
Contrôle des risques	✓		✓
Minima d'investissement peu élevés		✓	✓
Pas de charge opérationnelle / Pas de création de compte		✓	✓

Défis et facteurs à considérer

Bien que les ETF présentent des atouts indéniables, ils ne sont pas sans défis. Ils constituent un moyen d'accès à des stratégies d'investissement sophistiquées qui nécessitent d'être sélectionnées minutieusement et en bonne connaissance de cause.

Il est également crucial de prendre en compte les types d'investissements sous-jacents qui conviennent à la structure d'un ETF. La nature même des ETF impliquant un besoin de liquidité

permanente, des mécanismes clairs pour gérer les exigences de liquidité doivent être mis en place pour garantir que la stratégie d'investissement reste cohérente avec ses objectifs initiaux. Les stratégies d'investissement qui présentent une capacité limitée ou qui sont intrinsèquement illiquides doivent donc être soigneusement réfléchies.

Les ETF actifs étant relativement récents par rapport aux structures traditionnelles, certaines options peuvent rester limitées, en particulier pour les stratégies d'investissement plus spécifiques ou de niche. Nous constatons toutefois une dynamique croissante de co-création entre les fournisseurs et les investisseurs qui cherchent à développer des solutions sur mesure répondant aux besoins de chaque marché.

Conclusion

En somme, les ETF actifs constituent un instrument d'investissement innovant et polyvalent qui répond aux besoins évolutifs des investisseurs à la recherche d'une gestion active dans un cadre flexible et compétitif. Bien qu'ils offrent un potentiel de rendement accru et une plus grande flexibilité, il est essentiel que les investisseurs soient conscients des risques et des défis inhérents à ces produits. Avec l'évolution continue du marché, l'attrait des ETF actifs va sans aucun doute se renforcer dans les portefeuilles. Ils devraient s'affirmer comme des choix stratégiques incontournables, alliant finesse de gestion et avantages des structures ETF.

Disponible en juillet

2025

Enquête

Af2i - Agefi



association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 76

Jun 2025