



association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 80

— Juin 2026

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

Dossier Af2i

Disponible en français et en anglais sur www.af2i.org
"Contenus Membres"



Les Dossiers de l'Af2i

ESG & financement de l'industrie du nucléaire civil

Novembre 2025

Le temps des transformations et des passations...

En Occident — et, par ricochet, dans une grande partie du monde — la notion de « transition » a dominé la décennie écoulée : avec la nécessaire transition de l'appareil productif, énergétique et industriel, pour atteindre les objectifs de réduction des émissions de carbone et limiter l'impact des activités humaines sur le climat. Climat, GIEC, Accord de Paris : ces mots ont accompagné la réflexion des investisseurs institutionnels.

Transformations

Depuis deux ans, des inflexions réglementaires se font sentir, notamment aux États-Unis mais aussi en Europe. Toutefois, l'engagement des investisseurs à prendre en compte les conséquences de leurs choix reste fort, mais d'autres facteurs se sont greffés à ces politiques adoptées au tournant du siècle, à une époque où la géopolitique donnait l'illusion d'un monde sans conflits majeurs.

Nous avons déjà souligné que le monde est guidé par les idées : elles pénètrent les esprits et légitiment politiques, organisations et pratiques. Les doctrines de l'économie classique, héritées de l'école anglaise du XIX^e siècle, ont dominé ces trente dernières années. Elles ont érigé l'économie en quasi-science et éclipsé l'attention portée aux rapports de pouvoir, notamment politiques au sein et entre États, qui sous-tendent les échanges économiques.



Mario Draghi l'a reconnu en février 2026 à Louvain dans son discours de réception d'un doctorat honoris causa : le rôle des États a été négligé, les stratégies publiques occultées, et la désindustrialisation n'a souvent été que le produit d'une dépendance acceptée sans question, pourtant créée par des déséquilibres des échanges pendant plus de vingt ans qui, à tort, n'avaient pas été corrigés.

Ce constat devrait légitimer l'étonnement, voire l'indignation, des citoyens face à ce que l'on qualifierait, dans une entreprise, d'incompétence des dirigeants.

De fait, une réaction politique s'est cependant installée avec la fragilisation de tous les partis dits de gouvernement en Europe. Depuis, 2025, l'administration américaine met en œuvre un projet stratégique de transformation globale. Nous l'avons décrit dans l'éditorial du numéro précédent de cette revue. Trois éléments clés se dégagent de ce projet.

1) La compétition avec la Chine est désormais la norme, exigeant une restructuration de la zone d'influence américaine, qualifiée de « notre hémisphère » dans la Stratégie nationale de sécurité.

2) Les accords doivent désormais placer l'intérêt du travailleur américain au cœur des négociations, et non plus seulement celui du

consommateur. Cet objectif se réfère aux principes des premiers accords du GATT de 1947. C'est une rupture majeure avec les pratiques actuelles de libre-échange. Ce changement pourrait bouleverser un système de production organisé aujourd'hui autour de la maximisation du profit et de la baisse des prix sans considération particulière.

3) L'allocation du capital à l'économie, aujourd'hui décidée par la Fed via les politiques non conventionnelles, devrait revenir au Trésor américain, sous la responsabilité politique du président. C'est le projet porté par Kevin Warsh nommé pour succéder à Jerome Powell. Cela affecterait l'actuel rôle central du secteur bancaire dans la création monétaire.

L'Europe fait donc face à un plan stratégique conçu pour refonder une puissance économique américaine qui devrait être encore renforcée par la maîtrise des capacités d'Intelligence Artificielle que développent à marche forcée les entreprises technologiques américaines.

Toutefois, passer du projet à la réalisation sera difficile, l'expérience de la transition l'a démontré.

Les acteurs de cette « grande transformation » affrontent déjà des oppositions frontales, économiques et politiques, qui rendent incertaine l'atteinte de leurs objectifs. Les investisseurs institutionnels devront, dans les années à venir, intégrer ces changements, partiels ou complets, définitifs ou temporaires qui remettront en cause des invariants jusqu'ici rassurants pour les prises de décision. On observe déjà des changements du régime financier au Japon. Ces sujets sont l'objet du **nouveau Groupe de Travail « Transformations »** de l'Af2i, qui se

réunira prochainement sous la responsabilité de Thomas Rivron.

Passation...

L'Af2i, elle-même, devra donc ajuster son offre aux besoins de ses membres que susciteront ces évolutions. Elle le fera sous la présidence de Philippe Taffin, nouvellement élu par le conseil d'administration ce 18 juin 2026 après son élection comme administrateur par l'AG de l'Af2i. Ce sera le but du prochain plan stratégique 2027-2029.

En effet, après deux mandats, et six années à la tête de l'association, je suis très heureux et fier de transmettre cette responsabilité à Philippe Taffin qui bénéficie d'une grande compétence et d'une notoriété acquise au cours d'une longue carrière d'investisseur institutionnel engagé. Je le remercie très chaleureusement d'avoir accepté de s'investir ainsi pour notre communauté.

De même pour ces six années de rencontres, d'amitiés, de temps partagés et de travail en commun, je remercie vivement tous les membres, actifs et partenaires, de l'Af2i, les membres du comité stratégique, les

présidents de commissions, les administrateurs, plus particulièrement les vice-présidents, ainsi que tous ceux qui composent ou ont composé l'équipe de l'Association — en particulier les deux délégués généraux, et notamment l'actuel Éric Sidot — et les conseillers techniques et scientifiques qui ont enrichi son expertise.

Je souhaite à tous de trouver beaucoup de réussite et de joie dans l'exercice de leurs responsabilités et dans ce travail en commun fait au sein de l'Af2i. Et ce, pour le plus grand bien de toutes les institutions qu'ils servent et de celui de leurs clients et ayants droit. ■



L'Af2i,
devra donc
ajuster son offre
aux besoins
de ses membres
que susciteront
ces évolutions.
Elle le fera sous la
présidence de
Philippe Taffin,
nouvellement élu
par le conseil
d'administration.

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

SOMMAIRE N°80

3 Edito

6 Décarbonation

Comment les investisseurs institutionnels maintiennent le cap

8 Solvabilité 2

LTEI : une nouvelle dynamique d'investissement

12 Dette privée et IA

La discipline face à la disruption

14 De la niche à l'incontournable

L'essor des marchés secondaires de dette privée

16 Immobilier européen

Naviguer dans l'incertitude géopolitique

18 Prix Académique 2026

Trois articles liés à la durabilité récompensés

22 Défense et souveraineté

Le retour d'une logique industrielle de long terme

24 Usufruit temporaire de SCPI

une stratégie à contre-courant

28 Marchés volatils

L'argument en faveur des stratégies de performance absolue

30 Marchés émergents

La transition énergétique comme stratégie économique

34 FRPS

Entre ambition de long terme et réalités prudentielles

36 Prix Impact 2026

Abeille Assurances et AG2R La Mondiale récompensés pour leur engagement



Décarbonation

Comment les investisseurs institutionnels maintiennent le cap ?



Josselin KALIFA

Directeur du département Gestion des placements, co-président du comité de pilotage de la NZAOA et président de la commission IR de l'Af2i.



Garder le cap sur cet enjeu majeur, c'est d'abord faire le choix de sa dimension nécessairement collective et être actif dans des initiatives de place. Personne ne peut se prévaloir seul d'atteindre la neutralité carbone, et cela n'aurait pas vraiment de sens pour la planète : la réussite ne pourra être que collective.

L'alliance climatique mondiale des asset owners (NZAOA) dont je préside en binôme avec Toru Shindo le comité directeur permet à des signataires de tous les continents d'accélérer leurs pratiques en faveur du climat avec un cadre défini par un protocole robuste tout en reconnaissant les différentes approches possibles : un minimum de cibles sont obligatoires comme le fait d'engager les entreprises ne portefeuille les plus émettrices – concernant l'intensité carbone, les signataires peuvent choisir entre une approche top down par portefeuilles ou bottom up par secteurs – enfin, la méthodologie permet de définir des cibles d'investissement « solutions climat » et/ou d'actifs en transition. Les progrès et la trajectoire de chaque signataire sont vérifiés tous les ans par le secrétariat de l'alliance : le dernier rapport de l'alliance montre que la tendance de décarbonation en absolu et en intensité continue, avec une baisse de 6 % supplémentaire par rapport à l'exercice précédent et des investissements fléchés vers les solutions climatiques en hausse, atteignant 743 milliards de dollars au 31 décembre 2024. Cet indicateur d'investissement est crucial, car nous ne voulons pas seulement continuer à décarboner, nous voulons surtout financer des émissions évitées.

J'ai également l'honneur de présider la commission Investissement Responsable de l'Af2i, l'un des espaces qui permet à des investisseurs institutionnels français de continuer à raisonner collectivement. Les travaux de cette commission ont encore récemment abouti à la publication d'un

rapport sur l'ESG et le financement du nucléaire civil dont il est important de rappeler les atouts environnementaux et de souveraineté technologique, tout en n'écartant aucun des sujets et défis posés à ce secteur.

La décarbonation des portefeuilles se poursuit

A la CDC, dans le cadre de nos activités d'investisseur institutionnel, nous poursuivons la décarbonation de nos portefeuilles d'investissement en actions, en obligations d'entreprises (-55 % entre 2020 et 2030) et en actifs immobiliers (- 50 %) avec des cibles ambitieuses qui s'appuient sur les initiatives collectives auxquelles nous contribuons. Les cibles de décarbonations des portefeuilles nous obligent mais elles ne sont pas notre seul levier d'action : nous nous engageons par exemple à faire croître la part des entreprises qui disposent de cibles et de stratégies de décarbonation validées par des certifications externes reconnues (80 % en 2030).

Nous continuons aussi d'encadrer strictement nos investissements dans le secteur des énergies fossiles avec une politique d'exclusion qui est structurante en allocation : en plus des seuils concernant le charbon et les ressources non conventionnelles, les nouveaux projets de production d'hydrocarbures des entreprises en portefeuille doivent représenter moins de 20 % des développements en cours dans le monde et nous n'opérons pas d'augmentation de l'exposition totale dans les entreprises qui développent de nouveaux projets d'exploration ou de pro-

duction de pétrole. Globalement, nous gardons une exposition limitée aux activités de la chaîne de valeur du secteur des combustibles fossiles : 1,6 % de nos encours.

Nous disposons par ailleurs d'une politique d'exclusion relative à la lutte contre la déforestation et la conversion des écosystèmes naturels pour les entreprises qui produisent ou font du négoce de matières premières pour lesquels ces risques sont matériels. Cet effort est inscrit dans notre politique « biodiversité », mais il est important de rappeler que la déforestation est un contributeur majeur du changement climatique : 178 millions d'hectares ont été déforestés entre 1990 et 2020, détruisant non seulement des habitats clés pour la biodiversité mais aussi des puits de carbone naturels essentiel à la régulation de notre climat.

Contribuer à la transition et financer l'économie

Les efforts de décarbonation, nous le pensons, doivent de plus en plus être complétés par la valorisation de la contribution à la transition énergétique. Des secteurs fortement émissifs ont des défis importants devant eux : il faut les accompagner à les relever. Certaines entreprises, même émissives aujourd'hui, peuvent apporter des solutions au marché pour décarboner d'autres secteurs d'activité : il faut aussi les aider à le faire tout en leur permettant d'assumer leur responsabilité dans la décarbonation de leurs propres opérations et chaînes de valeurs. Ce sujet n'est pas simple à traiter car il peut, dans certains cas, faire naître des objectifs ou des philosophies antinomiques. Il faut encore travailler sur les meilleurs moyens de mesurer et d'objectiver la contribution plus globale à la transition.

A la CDC, nous mesurons déjà certains flux que nous considérons positifs : les investissements en obligations vertes, qui contribuent à financer directement des projets clés pour permettre à des entreprises de décarboner leurs activités ou celles de leurs clients. Nous mesurons aussi nos investissements dans des forêts gérées durablement et nos investissements dans de l'immobilier

particulièrement performant et dans les travaux de rénovation thermique de notre parc d'actifs immobiliers.

L'engagement actionnarial

Nous assumons que le rôle d'un investisseur responsable est de pousser les entreprises dans lesquels il investit à chercher, entre autres, l'amélioration continue de leurs performances E, S et G, incluant donc l'enjeu climatique. A la CDC, nous incitons les entreprises à toujours plus de transparence, de granularité dans les informations recueillies et publiées et bien sûr : à définir des ambitions fortes et délivrer des résultats à la hau-

teur de l'enjeu dans la décarbonation de leur chaîne de valeur. Nous les encourageons à adopter les meilleures pratiques sectorielles ; à chercher à aligner leurs trajectoires de décarbonation avec les scénarios climatiques les plus ambitieux ; et à être actrices de l'innovation et de la décarbonation réelle de leur propre écosystème.

Au travers du dialogue actionnarial, nous abordons aussi régulièrement la question de la lutte contre la déforestation sous l'angle « biodiversité », avec un co-bénéfice climatique évident. Il y a donc des synergies entre plusieurs des sujets de dialogue actionnarial qui découlent de nos politiques.

Décarbonation et adaptation

L'enjeu numéro un en matière climatique reste bien d'agir en faveur de la décarbonation et de l'atténuation au changement climatique par tous les

leviers à notre disposition. Nous accordons en parallèle une importance croissante aux enjeux de l'adaptation au changement climatique à mesure que ses effets se font sentir et que les projections d'évolution climatique sur les prochaines décennies nous obligent à intégrer cette réalité. Atténuation et adaptation ne doivent pas être opposées, nous réalisons l'intégration croissante de la prise en compte de l'adaptation sans retirer de poids au sujet de l'atténuation. Nous nous fixons tous les ans une cible de contreparties à engager : au moins 120 entreprises en portefeuille entre 2020 et 2025. ■



**Nous assumons
que le rôle d'un
investisseur
responsable est
de pousser les
entreprises dans
lesquels il investit
à chercher,
l'amélioration
continue de leurs
performances E, S
et G, incluant donc
l'enjeu climatique.**

Solvabilité 2

LTEI : une nouvelle dynamique d'investissement

Le cadre LTEI a permis aux assureurs de bénéficier d'un traitement de fonds propres favorable, cependant il s'accompagnait d'exigences strictes qui ont limité son utilisation. Sa modification devrait le rendre beaucoup plus accessible.

L'introduction de la catégorie LTEI a permis aux assureurs de bénéficier d'un traitement de fonds propres pouvant descendre jusqu'à 22 % sur leurs placements en action de long terme. Cependant, elle s'accompagnait d'exigences strictes et difficiles à satisfaire, qui ont limité son utilisation à environ 4 % des assureurs soumis à Solvabilité II. Les décideurs politiques ont réagi en modifiant la réglementation et en actualisant le cadre applicable aux actions à long terme. Nous pensons que cela rendra le traitement en capital de 22 % beaucoup plus accessible aux assureurs lorsque les nouvelles règles entreront officiellement en vigueur en janvier 2027.

Solutions d'investissement pour les portefeuilles d'actions à long terme

• Fonds diversifié de type « fund-of-one »

Les nouvelles exigences permettent une évaluation au niveau d'un fonds. Avec l'exigence de diversification et compte tenu de la possibilité d'arbitrer les actifs qui composent le LTEI, nous estimons qu'une option intéressante pour les compagnies d'assurance consiste à investir dans un fonds dédié investi en actions à long terme, qui optimise les choix au sein de l'univers d'investissement et dans le respect des règles du LTEI.

Un « fonds unique » serait :

1. Classé LTEI au niveau du fonds.
2. Dimensionné en tenant compte des règles relatives aux actions à long terme, conçu pour

satisfaire au test de résistance en cas de vente forcée.

3. Conçu de manière que ses directives d'investissement correspondent aux exigences LTEI ainsi qu'à l'appétit pour le risque et aux seuils de rendement du capital de l'assureur.

4. Capable d'investir dans toutes les classes d'actifs actions avec lesquelles l'assureur est à l'aise du point de vue du principe de prudence.

5. Possibilité de modifier la répartition entre les expositions aux actions au fil du temps, la classification LTEI étant définie au niveau du fonds et les rotations étant autorisées au sein de celui-ci.

6. Permet de cibler des résultats importants pour l'assureur, tels qu'une couverture contre l'inflation économique ou une faible corrélation avec le reste du bilan.

Cette approche signifie qu'un gestionnaire d'actifs, fort de son expertise en gestion d'actifs pour le secteur de l'assurance et en actuariat, ainsi que de ses capacités sur les marchés privés, peut s'associer à des assureurs pour proposer un fonds d'actions diversifié à long terme optimisé dans le cadre du LTEI, sur une base discrétionnaire ou non.

Pour les assureurs ayant la capacité de mener des recherches approfondies et d'assurer un suivi de toutes les classes d'actifs actions, un gérant peut également fournir l'infrastructure opérationnelle d'un fonds d'actions à long terme, ainsi qu'un soutien-conseil en matière d'optimisation de portefeuille, de dimensionnement du LTEI et de sélection des gestionnaires.



Rachel McCallion

Solutions Manager
Aberdeen Strategic Insurance Group



- **Fonds d'actions à long terme commun**

Pour les assureurs dont le portefeuille d'actifs à long terme (LTEI) n'est pas suffisamment important pour justifier les coûts opérationnels d'une structure dédiée, un fonds en gestion commune, doté de directives d'investissement conçues pour répondre aux exigences LTEI communes, peut s'avérer la solution optimale.

**Éléments constitutifs
des portefeuilles d'actions à long terme**

- **Infrastructures**

L'infrastructure suscite un intérêt croissant chez les assureurs. Compte tenu du caractère essentiel des actifs et des flux de trésorerie contrac-

tuels qu'ils peuvent générer, l'exposition peut offrir à la fois des rendements globaux, réguliers, une indexation sur l'inflation et des avantages en matière de diversification.

- **Capital-investissement**

Lorsque les assureurs soumis à Solvabilité II investissent dans le capital-investissement, celui-ci joue généralement un rôle limité et sélectif visant à améliorer le rendement et à apporter une diversification au sein de portefeuilles par ailleurs axés sur le crédit.

- **Capital-risque**

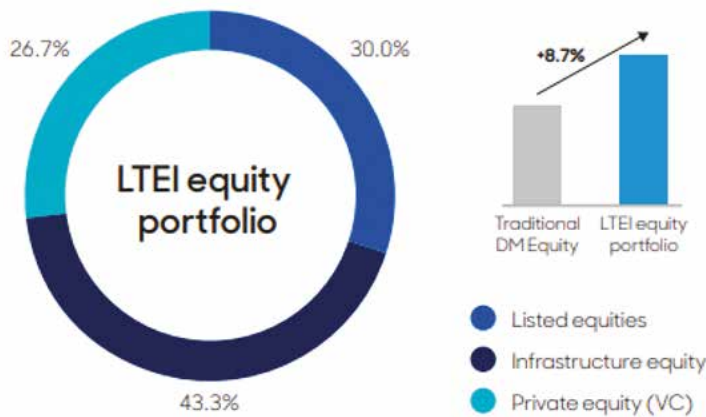
En vertu des règles de Solvabilité II, les fonds

**Quelles sont les exigences
en matière de fonds propres
à long terme à compter de
janvier 2027 ?**

Afin de bénéficier du traitement de fonds propres LTEI, les assureurs doivent donc démontrer les éléments suivants à l'autorité de tutelle :

01	Un engagement de cinq ans – les assureurs doivent s'engager à conserver l'exposition en actions pendant au moins cinq ans. Ils peuvent toutefois rééquilibrer ou négocier des actifs individuels au cours de cette période. En vertu de la nouvelle règle, un roulement limité est autorisé, mais l'exposition en actions doit être maintenue.
02	Les actions sont cotées sur des marchés réglementés de l'Espace économique européen (EEE) ou de l'Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE), ou sont non cotées et ont leur siège social dans l'EEE ou dans l'OCDE.
03	Le portefeuille LTEI est suffisamment diversifié pour éviter toute dépendance excessive à l'égard d'un seul émetteur ou d'un seul risque.
04	Les assureurs disposent de politiques et d'une gouvernance solide en matière de gestion actif-passif et peuvent éviter les ventes forcées pendant cinq ans, y compris en situation de crise. Il s'agit d'une exigence essentielle, à laquelle une section ultérieure est consacrée.

Graphique 1



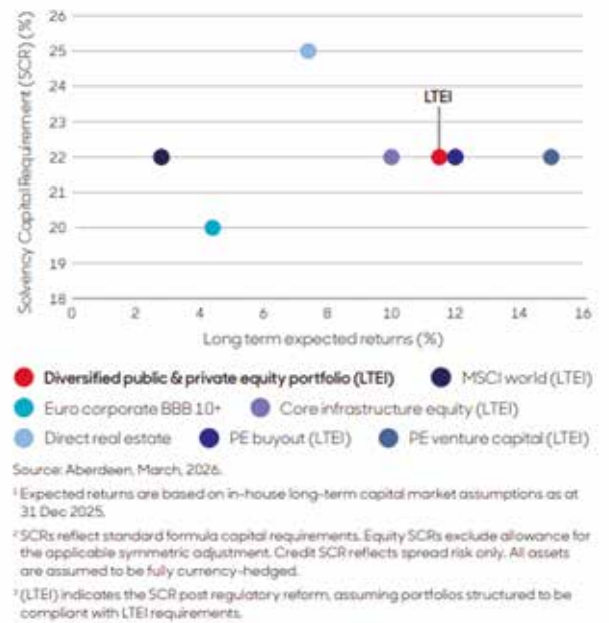
Source: Aberdeen, March, 2026.

¹ Expected returns and volatility are based on Aberdeen long-term capital market assumptions as at 31 Dec 2025.

² The MSCI World (Developed Markets) Index is used as a volatility reference only and is not a benchmark.

³ Illustrative portfolio shown for discussion purposes only; actual outcomes will depend on portfolio design and insurer-specific calibration.

Graphique 2



de capital-risque européens (EuVECA) peuvent être classés, au niveau du fonds, comme des placements en actions à long terme. Le capital-risque n'a historiquement pas constitué une allocation principale pour les assureurs en raison de son intensité en capital, mais une allocation dans la catégorie des placements en actions à long terme (LTEI) s'avère plus intéressante du point de vue du retour sur capital. Elle offre également une exposition à un ensemble d'entreprises différentes de celles qui émettent généralement des obligations et peut soutenir l'innovation dans des domaines tels que l'insurtech, les datas, l'automatisation des sinistres et la distribution.

• Actions cotées

Bien que l'exigence d'une période de détention de cinq ans se prête à la récupération de la prime d'illiquidité associée aux marchés privés, une construction optimale du portefeuille peut néanmoins préconiser une allocation aux actions cotées au sein d'un portefeuille LTEI.

• Immobilier

L'immobilier direct est pris en compte par le sous-module « risque immobilier » de Solvabilité II et ne peut donc pas être inclus dans les portefeuilles LTEI. Nous prévoyons que les seules exceptions soient les REITs, qui sont pris en compte par le sous-module « risque actions ».

• Titrisations

Même lorsqu'elles sont classées au niveau du fonds, les nouvelles règles exigent toujours, dans la mesure du possible, une transparence sur les actifs sous-jacents. Cependant une exigence de fonds propres de 100 % est maintenue, même en vertu des nouvelles règles relatives à la titrisation. Les SICAV en seraient a priori exclues.

LTEL portfolio optimisation

Le portefeuille présenté ci-dessous est un exemple illustrant comment un portefeuille diversifié et conforme aux normes LTEI pourrait être alloué. Il a été calibré pour offrir une volatilité conforme à celle de l'indice MSCI World (marchés développés) et est optimisé sur la base du rapport risque/rendement en utilisant les hypothèses d'Aberdeen relatives aux marchés de capitaux à long terme. L'exposition aux actions cotées est diversifiée sur l'ensemble des marchés développés mondiaux, reflétant nos opinions internes sur les opportunités régionales et les moteurs de rendement à long terme. Au sein de l'allocation en capital-investissement, l'optimisation privilégie actuellement le capital-risque en raison d'hypothèses de rendement attendu plus élevées, bien que les stratégies de rachat (buyout) puissent également s'inscrire dans une allocation optimale en fonction d'objectifs différents en matière de rendement, de risque ou de diversification.

Selon nos hypothèses actuelles, le portefeuille LTEI présenté à titre d'exemple offre un rendement attendu supérieur d'environ 8,7 % (Graphique 1) à celui d'une allocation traditionnelle en actions des marchés développés, pour un niveau de volatilité comparable. Dans le cadre réglementaire révisé, cette amélioration du rendement attendu est obtenue sans augmentation des exigences de fonds propres (en supposant une allocation en actions des marchés développés qui satisfait également aux exigences LTEI), ce qui se traduit par un rendement nettement supérieur sur le capital que ce qui aurait été possible pour des actions de type 1 selon les règles antérieures. Cet exemple est fourni à titre purement indicatif. En pratique, nous travaillerions en étroite collaboration avec nos clients assureurs pour mener un exercice d'optimisation sur mesure, en adaptant les portefeuilles afin de refléter leurs objectifs spécifiques, leurs tolérances au risque, leur situation en matière de capital et leur allocation d'actifs globale. Les avantages de l'optimisation du cadre LTEI sont illustrés plus en détail dans le graphique 2, qui com-

pare les rendements attendus à long terme et les contributions individuelles aux exigences de capital de solvabilité (SCR), pour toute une gamme de classes d'actifs des marchés publics et privés. Le graphique met en évidence que les stratégies d'actions et de marchés privés conformes au cadre LTEI peuvent générer des rendements attendus nettement supérieurs à ceux des actions cotées traditionnelles et des titres de crédit de qualité « investment grade », tout en s'inscrivant dans une fourchette de capital comparable.

En particulier, le portefeuille d'actions LTEI diversifié se distingue dans une évaluation multidimensionnelle du rendement attendu, des exigences de capital et de la diversification, tandis que le capital-investissement et les infrastructures représentent des expositions autonomes à haut rendement.

Recommandations pour se conformer à la réglementation LTEI et aux exigences en matière de tests de résistance

Pour bénéficier du traitement préférentiel des actifs LTEI en matière de fonds propres, les assureurs doivent être en mesure de démontrer à l'autorité de régulation leur capacité réelle à conserver ces actifs à long terme et à éviter toute vente forcée en période de tension sur les marchés. Cela implique de satisfaire à des critères réglementaires spécifiques destinés à attester de la résilience du bilan et de la solidité de la liquidité à long terme.

Les règles proposent deux méthodes alternatives pour démontrer cette résilience. La première se concentre sur les caractéristiques des passifs ou le profil de liquidité. Pour l'assurance vie, l'assureur doit démontrer que les actifs LTEI sont adossés à des passifs stables et de longue durée, tandis que, pour l'assurance non-vie, l'assureur doit démontrer une liquidité suffisante par rapport à ses obligations. La deuxième option implique un « test de vente forcée » prospectif dans des

conditions normales et de crise, qui évalue sur un horizon de cinq ans, si l'assureur restant en situation de flux de trésorerie positif, peut éviter de vendre des actifs – en particulier des actifs LTEI.

Ces exigences visent à garantir que seules les allocations en actions véritablement détenues à long terme et à des fins stratégiques bénéficient de la réduction des exigences de fonds propres. Grâce à l'expertise approfondie en matière de Solvabilité II et aux ressources actuarielles de notre groupe Strategic Insurance, Aberdeen est bien placée pour aider les assureurs à déterminer le volume de leurs allocations LTEI, ainsi que pour les accompagner dans le choix de la voie la plus appropriée pour obtenir la qualification et répondre aux attentes en matière de surveillance continue associées à ces tests. ■



Aberdeen est bien placée pour aider les assureurs à déterminer le volume de leurs allocations LTEI, ainsi que pour les accompagner dans le choix de la voie la plus appropriée .

Dette privée et IA

La discipline face à la disruption



De gauche à droite :

Rafael Torres

Co-responsable de la dette privée,
Pan-Europe

Gianpaolo Pellegrini

Co-responsable du parallel lending

Muxinich & Co

L'IA oblige les investisseurs à repenser les modèles économiques et les risques inhérents. Pour la dette privée, il est devenu essentiel de distinguer les cashflows durables des risques de perturbation, affirment Rafael Torres et Gianpaolo Pellegrini.

Le développement rapide de l'intelligence artificielle est en train de remodeler la manière dont les investisseurs évaluent les risques dans toute entreprise dont le modèle économique pourrait être fortement et rapidement perturbé par les technologies d'apprentissage automatique et d'intelligence artificielle. Les inquiétudes liées aux perturbations se sont déjà étendues au-delà des logiciels pour toucher les technologies juridiques, le conseil, les services immobiliers, le courtage en assurance et les plateformes de comparaison, les réactions du marché reflétant parfois davantage l'incertitude que des changements fondamentaux¹. Si les développements en matière d'IA continuent d'évoluer, ils améliorent déjà la productivité et réduisent potentiellement le coût de développement des logiciels, ce qui incite les investisseurs à réévaluer les entreprises qui s'appuient sur des produits standardisés et prêts à l'emploi ou sur un développement à forte intensité de main-d'œuvre.

Toutefois, le risque de perturbation ne devrait pas être uniforme. Les logiciels profondément intégrés dans des flux de travail critiques, tels que la planification des ressources d'entreprise, la facturation, les systèmes financiers ou les plateformes d'administration publique, ont tendance à bénéficier de coûts de transition élevés et de dépendances opérationnelles, ce qui rend leur remplacement rapide peu probable. Dans de nombreux cas, nous pensons que l'IA est plus susceptible d'améliorer ces systèmes que de les remplacer. Dans le même temps, les aspects économiques de l'IA restent incertains. La création et l'exploitation de modèles d'IA nécessitent des investissements importants, et de nombreux fournisseurs en sont

encore aux premières phases de monétisation. Si les progrès technologiques sont rapides, leur impact commercial à long terme reste à déterminer. Ces évolutions sont particulièrement pertinentes pour la dette privée, car les sociétés de logiciels ont été une cible majeure des sociétés de capital investissement ces dernières années². Leurs profils de croissance, leurs revenus récurrents et leurs marges élevées ont souvent justifié des multiples de valorisation élevés. Pour atteindre leurs objectifs de performance, les sponsors ont souvent structuré des transactions avec un levier relativement élevé, généralement de l'ordre de 5 à 7 fois l'EBITDA, et, dans certains cas, en utilisant des indicateurs basés sur les chiffres d'affaires, tels que les chiffres d'affaires récurrents annuels, pour justifier des emprunts supplémentaires³.

Dans ce contexte, l'IA représente un risque de crédit potentiel, non pas parce que la demande de logiciels est en train de disparaître, mais parce que les hypothèses d'évaluation et les prévisions de croissance pourraient s'avérer optimistes pour certains modèles économiques. Si l'IA accentue la concurrence, réduit le pouvoir de fixation des prix ou accélère l'obsolescence technologique dans certains segments spécifiques, les réserves de fonds propres basées sur des multiples élevés pourraient diminuer rapidement.

Pour les entreprises fortement endettées, cela crée des risques de refinancement et de protection contre la baisse pour les prêteurs. En conséquence, certains grands portefeuilles de dette privée fortement exposés aux entreprises de logiciels endettées font désormais l'objet d'une surveillance accrue de la part des investisseurs.

Nos propres portefeuilles de dette privée ont largement évité ce risque grâce à notre approche d'investissement plus conservatrice. La sélection des crédits a toujours donné la priorité au levier basé sur les cashflows plutôt que sur les multiples de chiffre d'affaires, combiné à un engagement significatif des sponsors en matière de capitaux propres et à une attention particulière portée à la durabilité du modèle économique. Dans la pratique, cela signifie que nous n'avons pas participé à des transactions impliquant des entreprises de software fortement endettées dont le prix dépendait fortement d'hypothèses de croissance agressives. Si cela a limité notre participation aux transactions pendant les périodes de forte activité dans le secteur des logiciels, cela a également réduit notre exposition aux segments désormais considérés comme plus vulnérables aux perturbations liées à l'IA. En conséquence, l'exposition au secteur des logiciels dans nos stratégies paneuropéennes de dette privée reste limitée. Le petit nombre d'investissements liés aux logiciels que nous détenons se concentre sur des entreprises dont les produits sont intégrés dans les processus métier fondamentaux et utilisés quotidiennement par les clients. Il s'agit notamment de systèmes liés aux flux de travail opérationnels, à l'infrastructure de facturation ou aux processus financiers, où la fiabilité, l'intégration des données et les coûts de transition constituent une protection naturelle contre un remplacement rapide. Dans ces cas, nous pensons que l'IA est plus susceptible d'améliorer la fonctionnalité et l'efficacité que de nuire au modèle économique.

Nous avons généralement évité les solutions logicielles dont la fonction principale est de remplacer le travail humain dans des tâches relativement standardisées ou qui offrent une différenciation limitée. Dans des domaines tels que la traduction, le traitement de documents juridiques de base, l'automatisation du service client ou les outils marketing banalisés, l'IA est plus susceptible de créer une pression concurrentielle soutenue et d'éroder le pouvoir de fixation des prix au fil du temps. La distinction entre ces types de modèles économiques est au cœur de notre analyse de crédit. Une approche similaire s'applique à nos portefeuilles de prêts parallèles (parallel lending), où l'exposition aux éditeurs de logiciels et

aux modèles économiques sensibles à l'IA reste minime et bien inférieure aux seuils de risque du portefeuille. Lorsque des entreprises technologiques sont présentes, elles ont tendance à opérer dans des segments de services financiers de niche ou dans les services de paie et de comptabilité, et elles intègrent activement des outils d'IA pour améliorer leur efficacité plutôt que de faire face à un risque de déplacement. Les leviers du portefeuille sont généralement inférieurs à 3,5 fois l'EBITDA et la diversification est élevée, ce qui limite l'impact d'un émetteur unique.

Nous avons également délibérément évité de financer des infrastructures de data center

IA structurées par le biais de véhicules ad hoc. À notre avis, le profil de risque de ces investissements a augmenté parallèlement à l'évolution rapide des technologies. Les progrès réalisés dans le domaine de l'architecture informatique et les concepts d'infrastructures alternatives pourraient introduire un risque d'obsolescence plus rapidement que ne le suggèrent les cycles d'infrastructure traditionnels. Si les infrastructures IA resteront essentielles, le rythme de l'innovation accroît l'incertitude quant à la valeur à long terme des actifs. Plus généralement, l'IA occupe une place de plus en plus importante dans l'analyse de crédit. En tant que prêteurs, nous nous attachons moins à prédire les gagnants technologiques qu'à identifier les modèles économiques susceptibles de subir une érosion de leurs revenus, une pression sur leurs marges ou une compression de leur valorisation. Parallèlement, bon nombre des sociétés de notre portefeuille adoptent des outils d'IA pour améliorer leur productivité et leur efficacité, ce qui peut renforcer leur profil de crédit plutôt que l'affaiblir.

Le contexte actuel illustre comment les changements technologiques peuvent créer à la fois des risques et des opportunités. Si l'IA peut remettre en question certains modèles de logiciels et de services, elle renforce également l'importance d'un processus d'investissement rigoureux, d'un contrôle du levier financier et d'une évaluation minutieuse du positionnement concurrentiel. Pour les investisseurs en crédit, il reste plus important de comprendre comment la technologie interagit avec la durabilité des cashflows que de réagir aux discours à court terme du marché. ■

¹ Reuters, au 13 février 2026. « Des logiciels à l'immobilier, les secteurs américains sous l'emprise de la peur de l'IA. ».

² Bain and Company, au 23 septembre 2025. Les transactions augmentent en 2025, mais les gains faciles pourraient bien être terminés.

³ S&P Global, au 12 février 2026. Les craintes liées à la disruption de l'IA se propagent aux marchés de la dette privée.



De la niche à l'incontournable

L'essor des marchés secondaires de dette privée

À mesure que les marchés privés gagnent en maturité, les opérations sur le marché secondaire s'imposent comme un levier essentiel de renforcement de la résilience des portefeuilles, analyse Marco Busca, responsable de la dette privée indirecte chez Generali Asset Management, filiale de Generali Investments*

Quelles dynamiques conduisent les marchés secondaires de dette privée à évoluer d'une stratégie opportuniste vers un rôle plus central ?

Les marchés secondaires de dette privée répondent à plusieurs tensions structurelles propres aux marchés privés.

En premier lieu, la gestion de la liquidité est devenue un enjeu central. Les allocations en dette privée ont fortement progressé, tandis que les sorties se sont ralenties, complexifiant le rééquilibrage des portefeuilles. Les transactions secondaires apportent une réponse pragmatique : elles permettent aux investisseurs de redéployer des capitaux vers des portefeuilles existants et générateurs de revenus, tout en offrant aux cédants une solution de liquidité.

Deuxièmement, avec la montée en maturité de la classe d'actifs, les investisseurs privilégient la résilience et l'efficience du capital. Les opérations secondaires offrent une diversification immédiate entre gestionnaires, millésimes, zones géographiques et profils d'emprunteurs, ainsi qu'une durée plus courte et des flux de trésorerie plus rapides. Elles contribuent ainsi à atténuer le risque de blind pool et à lisser les profils de performance.

Troisièmement, les phases de désorganisation des marchés mettent en évidence les décalages entre durée des actifs et besoins de liquidité des investisseurs, favorisant le développement des transactions secondaires. Pour les acquéreurs, ces contextes peuvent offrir des points

d'entrée sur des actifs de qualité, avec une meilleure visibilité sur les portefeuilles sous-jacents. Enfin, l'amélioration de la qualité des données et la standardisation des pratiques ont renforcé le développement de ce segment. À l'instar des marchés secondaires du capital-investissement, les secondaires de dette privée tendent à s'inscrire comme une allocation plus structurelle au sein des portefeuilles.

Qu'est-ce qui distingue les investisseurs performants sur le marché secondaire ?

La différenciation repose désormais davantage sur la profondeur de l'analyse crédit et la sélectivité que sur le seul accès aux transactions.

Les investisseurs expérimentés évaluent de manière globale les sociétés de gestion, les portefeuilles et la qualité des actifs sous-jacents. Ils analysent notamment les pratiques d'origine, la construction des portefeuilles, la robustesse des covenants et les comportements des gestionnaires au fil des cycles.

Un facteur clé réside dans la capacité à conduire une analyse fine au niveau des actifs : fondamentaux des emprunteurs, concentrations sectorielles, qualité des sponsors et soutenabilité des flux de trésorerie. Un suivi attentif des risques, notamment en matière de défauts et de recouvrement, constitue également un élément déterminant.

Par ailleurs, les acteurs établis accèdent plus facilement à des opérations complexes ou propriétaires (transactions GP-led, véhicules de



Marco Busca

Responsable
de la dette privée indirecte



continuation, solutions multi-actifs), tandis que les nouveaux entrants interviennent plus souvent sur des processus intermédiés, généralement plus compétitifs. Enfin, les investisseurs expérimentés pilotent activement la diversification des portefeuilles et maîtrisent la gestion de la duration et des flux de trésorerie, en inscrivant les secondaires dans une allocation de long terme.

Comment les profils de risque, de rendement et de complexité se comparent-ils à ceux de la dette privée primaire ?

Du point de vue du risque, les investissements secondaires interviennent à un stade plus avancé du cycle de vie des actifs, ce qui réduit le risque de blind pool et améliore la visibilité sur les flux de trésorerie, les défauts et les taux de recouvrement. Les portefeuilles présentent généralement une duration plus courte et une transparence accrue par rapport aux fonds primaires en phase de déploiement.

En matière de rendement, les stratégies secondaires reposent sur plusieurs moteurs : rendement contractuel, prix d'acquisition potentiellement inférieurs à la valeur nominale et accélération des flux de trésorerie. Ces caractéristiques peuvent contribuer à un déploiement plus rapide du capital et à une atténuation de l'effet de J-curve, sous réserve des conditions de marché.

En contrepartie, la complexité est plus élevée. Les opérations secondaires nécessitent une analyse détaillée des actifs, la valorisation de portefeuilles couvrant différents millésimes et environnements de crédit, ainsi que la négociation de conditions spécifiques. Cette complexité constitue toutefois le fondement de la visibilité accrue recherchée.

Quels risques de portefeuille s'accroissent à mesure que les flux s'accroissent ?

Le risque de valorisation est le plus visible : la concurrence accrue tend à réduire les décotes et à encourager des hypothèses plus exigeantes, alors que les rendements demeurent sensibles au prix d'entrée. Le risque d'analyse crédit s'intensifie également. Une approche insuffisamment granulaire peut conduire à sous-estimer certaines concentrations ou fragilités sous-jacentes. Le risque d'exécution constitue un autre enjeu, les transactions secondaires impliquant souvent des structures complexes et des délais contraints, nécessitant une discipline rigoureuse. Enfin, le risque de dérive stratégique ne doit pas être écarté : dans un environnement concurrentiel, l'élargissement vers des segments moins maîtrisés peut affecter le profil de risque global.

Les sociétés de gestion d'actifs adossées à des assureurs vont-elles renforcer leur présence sur ce marché ?

Les sociétés de gestion affiliées à des assureurs devraient poursuivre leur développement sur ce segment, leur horizon d'investissement et la stabilité de leurs ressources étant adaptés aux caractéristiques des portefeuilles secondaires. L'investissement dans des actifs plus matures permet de concilier amélioration du rendement et maîtrise des contraintes de liquidité.

La taille critique constitue également un atout, ces acteurs pouvant intervenir comme investisseurs de référence tout en s'appuyant sur des cadres de gouvernance et de gestion des risques structurés. Dans ce contexte, les acteurs adossés à des groupes d'assurance figurent parmi les profils susceptibles d'évoluer sur les marchés secondaires de dette privée. ■

*Generali Investments Holding S.p.A.

Immobilier européen

Naviguer dans l'incertitude géopolitique



Justin CURLOW

Global Head
of Research and Strategy



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

Dans un environnement marqué par les tensions géopolitiques et l'évolution des conditions financières, l'immobilier européen démontre une capacité d'adaptation, portée par des fondamentaux différenciés et des opportunités de repositionnement.

Face à une incertitude géopolitique accrue et à la remontée des taux, le marché immobilier européen entre dans une nouvelle phase. Ajustement des valorisations, reprise sélective de l'activité et polarisation des performances redéfinissent le cadre d'investissement pour les acteurs institutionnels.

Un environnement géopolitique et macroéconomique structurant

Les tensions géopolitiques persistantes, combinées à un environnement de taux durablement plus élevés, ont profondément reconfiguré le marché immobilier européen. Dans ce contexte, l'incertitude reste un facteur structurant des décisions d'investissement. Elle se traduit par une approche plus sélective, avec un accent mis sur la qualité des actifs et la robustesse des fondamentaux locatifs.

Une polarisation accrue des marchés et des performances

L'environnement actuel favorise une différenciation croissante entre segments et localisations. Les actifs prime, bénéficiant de localisations établies et de standards élevés, continuent d'attirer les flux d'investissement, tandis que les actifs secondaires font face à des pressions accrues. Cette polarisation se retrouve également au niveau sectoriel. Les segments logistique et résidentiel conservent des dynamiques favorables, soutenues par des tendances structurelles, tandis que certains autres segments pâtissent davantage des ajustements en cours. La qualité des actifs, leur capacité à générer des revenus durables et leur alignement avec les nouvelles exigences des utilisateurs deviennent ainsi des facteurs déterminants de performance.

Revenus et sélectivité au cœur des stratégies d'investissement

Dans un environnement où l'appréciation des valeurs est plus

incertaine, les revenus redeviennent le principal moteur de performance. Les stratégies privilégiant des flux de trésorerie lisibles et résilients s'inscrivent particulièrement bien dans les objectifs des investisseurs institutionnels.

La discipline d'investissement se renforce, avec une attention accrue portée aux niveaux d'endettement, aux conditions de financement et à la qualité des locataires. Cette approche contribue à renforcer la résilience des portefeuilles dans un contexte incertain.

Des opportunités liées aux mutations structurelles

Malgré les incertitudes, l'immobilier européen continue d'offrir des opportunités d'investissement attractives, notamment dans les segments liés aux grandes transitions économiques.

La transition énergétique, la digitalisation des économies et l'évolution des usages immobiliers soutiennent la demande pour certains types d'actifs, tels que la logistique, les infrastructures immobilières ou encore les actifs résidentiels adaptés aux nouvelles attentes. Par ailleurs, les ajustements récents de marché ouvrent des points d'entrée plus attractifs, offrant des perspectives de création de valeur sur le moyen et long terme.

Vers une reprise progressive et sélective de l'activité

Un ralentissement de l'activité transactionnelle est attendu ; les investisseurs devant intégrer les chocs géopolitiques récents, leurs implications macroéconomiques et un environnement de taux

d'intérêt plus élevés qu'attendu.

Cependant, cette classe d'actifs, qui offre des caractéristiques défensives et des rendements centrés sur les revenus dans ce nouveau cycle, devrait continuer de susciter l'intérêt des investisseurs institutionnels dans ce contexte plus volatile. Avec des fondamentaux solides et une récente correction des valeurs, il demeure bien positionné pour la reprise.

Dans ce contexte, une allocation diversifiée et disciplinée devrait permettre de capter les opportunités offertes par un marché en transition. ■

“
L'immobilier
européen continue
d'offrir des
opportunités
d'investissement
attractives,
notamment dans les
segments liés aux
grandes transitions
économiques.

Gestion de transition

Trois tendances clés



Travis BAGLEY

Global Head
of Transition Management



La gestion de la transition connaît une transformation profonde sous l'effet de l'intensification de l'activité et des exigences accrues des investisseurs. Désormais orientée vers l'impact sur les portefeuilles cibles, elle gagne en précision, se personnalise davantage et s'inscrit pleinement dans une logique de pilotage du risque, tout en s'étendant à l'ensemble des structures de fonds.

Avec l'intensification des transitions, ce qui était une simple étape intermédiaire devient une composante du résultat final. L'exécution est désormais étroitement liée à la redéfinition des portefeuilles, dans un contexte de restructurations plus fréquentes et complexes. Trois tendances structurent cette évolution, rendant l'implémentation plus précise, intentionnelle et déterminante pour les résultats des portefeuilles.

Les transitions de crédit jouent un rôle croissant dans la performance des stratégies obligataires

Avec la montée du crédit, les allocations deviennent plus granulaires, avec des allocations ciblées par segment. Les transitions se complexifient, car la duration, l'exposition au spread et la liquidité doivent être pilotées conjointement pour préserver le profil de risque. La structure des marchés du crédit a évolué : les plateformes électroniques permettent d'obtenir des cotations multiples, renforçant la concurrence et la qualité d'exécution.

Ces évolutions renforcent le rôle de la gestion de transition. A titre d'exemple récent : lors d'un changement de gérant en période de forte volatilité, un portefeuille obligataire a été repositionné de manière coordonnée, ce qui a permis d'aligner rapidement les expositions, de respecter les délais d'exécution et de préserver la performance du gérant.

La gestion par interim comme solution sur mesure

Les investisseurs institutionnels utilisent des fonds passifs ou des ETF comme solution transitoire pour placer leurs actifs en attendant de mandater de nouveaux gérants. Cette approche devient toutefois moins pertinente avec des portefeuilles plus personnalisés et des transitions plus longues à implémenter.

Une approche plus structurée, fondée sur des portefeuilles sur mesure, s'impose désormais. La gestion par interim permet de préserver la duration et de piloter les dérivés tout au long du processus, facilitant le transfert des actifs vers la nouvelle structure sans perturber la stratégie globale. Cela illustre la conception sur mesure des portefeuilles par

interim : à partir de l'allocation existante, ils sont optimisés par rapport à un indice avec un niveau de tracking error défini par le client, chaque portefeuille reflétant des préférences propres en matière de coûts, de rotation et de degré de réplication pendant la transition.

La gestion de ces portefeuilles évolue. Les actifs en interim s'appuient davantage sur des capacités de gestion globales, avec une gouvernance, un suivi des risques et un reporting plus formalisés.

Les fonds ouverts et les contrats d'assurance adoptent la gestion de transition

Aux Etats-Unis, les institutions financières intègrent plus structurellement la gestion de transition, notamment dans les fonds « 40 Act », où les changements de gérants ou d'allocations doivent être mis en œuvre tout en maintenant les portefeuilles pleinement investis et opérationnels. Ces évolutions s'inscrivent dans des restructurations plus larges, rationalisation des gérants, réaligement des plateformes et repositionnement du bilan, menées simultanément sur plusieurs fonds et nécessitant une coordination à l'échelle des portefeuilles plutôt qu'une exécution isolée.

La gestion de transition est de plus en plus utilisée pour piloter ce processus dans son ensemble. Plutôt qu'un événement ponctuel, elle devient un levier pour orchestrer une série d'ajustements tout en maintenant les expositions tout au long de la transition.

L'intervention dans ce type de structures impose des contraintes supplémentaires : liquidité quotidienne, flux de souscriptions/rachats et exigences de valorisation. Les transitions doivent ainsi être alignées sur ces flux, avec une implémentation progressive et coordonnée dans le temps plutôt qu'en une seule étape. Pour les portefeuilles, cela offre un meilleur contrôle du déploiement des changements : les expositions sont maintenues, le tracking error maîtrisé et les opérations coordonnées sur plusieurs fonds, limitant ainsi les perturbations pour les investisseurs sous-jacents.

Implications pour les investisseurs

Avec l'intensification des restructurations, la gestion de transition prend une place croissante : les expositions crédit exigent plus de précision, les portefeuilles en transition se personnalisent et la mise en œuvre demande davantage de coordination. Une approche plus structurée permet de maintenir l'alignement, de maîtriser les risques et d'optimiser les résultats. ■



Christoph Merkle

Giovanni Bruno

Fredj Jawadi

Prix Académique 2026

Trois articles liés à la durabilité récompensés

Chaque année, la Commission Recherche de l'Af2i présidée par Jean-François Boulter, récompense les auteurs d'articles publiés sur des sujets présentant un intérêt pour les investisseurs institutionnels. Giovanni Bruno, qui a reçu le Prix Académique, ainsi que Christoph Merkle et Fredj Jawadi, lauréats du Prix Spécial, reviennent sur leurs articles en répondant à trois questions.



L'information ESG améliore-t-elle la performance des portefeuilles ? Une perspective en haute dimension

Quel est le sujet de l'article ?

Les investisseurs institutionnels et les sociétés de gestion intègrent un nombre croissant de scores ESG dans la construction de leurs portefeuilles. Une question fondamentale demeure pourtant sans réponse : ces données de durabilité améliorent-elles réellement la performance financière ? L'information ESG est par nature multidimensionnelle, recouvrant des centaines d'indicateurs portant sur l'impact climatique, les pratiques sociales ou la gouvernance. Notre étude évalue si cette information multidimensionnelle, considérée dans son ensemble, permet d'améliorer la performance des portefeuilles au-delà de ce qu'apportent déjà les données financières classiques. Nous adoptons le point de vue d'un investisseur qui utilise les scores ESG dans la construction de son portefeuille actions, non comme objectif en soi, mais au service de la performance ajustée du risque. À la différence des études qui réduisent l'ESG à un score agrégé, nous exploitons 222 caractéristiques ESG combinées à 130 caractéristiques financières, et testons leur valeur hors échantillon, en utilisant seulement l'information disponible au moment de la construction du portefeuille.

Quels sont les principaux résultats ?

Notre analyse livre trois enseignements. Premièrement, les bénéfices apparents de l'information ESG ne résistent pas au test hors échantillon. Il convient de distinguer deux cadres d'analyse. L'analyse en échantillon estime les paramètres de construction du portefeuille (rendements espérés, matrice de covariance) sur le même échantillon que celui utilisé pour en mesurer la performance, conférant à l'investisseur un biais de connaissance parfaite ex post. L'analyse hors échantillon sépare au contraire ces deux échantillons et reproduit un cadre plus réaliste pour l'investisseur, qui doit composer avec un risque d'estimation. Or, si en échantillon, l'ajout des scores ESG aux données financières fait progresser le ratio de Sharpe d'environ 25 %, hors échantillon, ces gains disparaissent intégralement. Ce résultat se vérifie quelle que soit la méthode de construction retenue, y compris avec des approches spécifiquement conçues pour atténuer le risque d'estimation (optimisation moyenne-variance avec régularisation bayésienne, optimisations sous contraintes de diversification). Autrement dit, le risque d'estimation associé aux scores ESG est trop important pour qu'un investisseur puisse en extraire un signal exploitable de performance. Deuxième-

ment, l'utilisation financièrement optimale de l'ESG ne conduit pas systématiquement à des portefeuilles alignés avec les critères ESG. Les portefeuilles qui maximisent la performance ajustée du risque combinent des expositions « vertes » (surpondération des leaders ESG) et « brunes » (surpondération des laggards ESG), avec un poids comparable. On observe par exemple une surpondération récurrente des actions controversées (sin stocks), parallèlement à des expositions persistantes aux critères de droits humains et de gestion des ressources en eau. Considérer l'ESG sous le seul angle informationnel implique donc, sur certaines dimensions, une allocation « anti-ESG ». Troisièmement, l'information ESG ne permet pas davantage de réduire le risque. Les stratégies axées exclusivement sur la réduction de la volatilité ne dégagent, là encore, aucune amélioration significative hors échantillon en incorporant des signaux ESG.

Quelles implications pour les investisseurs institutionnels ?

Le message est clair : l'explosion des données ESG ne se traduit pas par une amélioration des portefeuilles actions. Les 222 scores ESG testés élargissent l'ensemble des caractéristiques disponibles sans créer de valeur ajoutée.

Deux implications opérationnelles en découlent. D'abord, les investisseurs doivent avoir des attentes réalistes sur l'intégration ESG en termes de performance financière. Ensuite, ils doivent exiger une validation hors échantillon de toute prétention à un avantage informationnel ESG : la haute dimension de ces données et la brièveté des données historiques disponibles accroissent mécaniquement le risque d'estimation. Les backtests traditionnels, qui examinent ce qui aurait fonctionné avec une connaissance parfaite ex post, ne suffisent pas à établir l'existence d'un avantage informationnel exploitable. Cet enseignement dépasse le cadre ESG. Toute revendication d'avantage informationnel doit passer l'épreuve du test hors échantillon. Plus de données ne signifie pas mécaniquement de meilleurs portefeuilles. ■

Référence : Bruno, G., Goltz, F. et Naly, A. (2025), « Does ESG Information Deliver Investment Value? A High-Dimensional Portfolio Perspective », Scientific Beta working paper, SSRN : <https://ssrn.com/abstract=5280378>

Politique monétaire et risques climatiques et géopolitiques une nouvelle grille de lecture pour les investisseurs institutionnels

Quel est le sujet de votre article ?

Cet article analyse l'évolution du cadre de politique monétaire de la Banque centrale européenne (BCE) dans un environnement profondément transformé par le retour de l'inflation, la montée des tensions géopolitiques et l'intensification des risques climatiques. Historiquement, les décisions de taux d'intérêt sont généralement analysées à travers la règle de Taylor (Taylor, 1993), qui relie la politique monétaire à deux variables principales : l'inflation et l'écart de production (output gap). Notre recherche interroge la pertinence de ce cadre dans le contexte macroéconomique actuel. Nous testons l'hypothèse selon laquelle la BCE intègre désormais, explicitement ou implicitement, des variables liées au changement climatique et aux risques géopolitiques dans sa fonction de réaction (Carney, 2015). Pour cela, nous développons une version augmentée de la règle de Taylor incorporant un indicateur d'incertitude climatique ainsi qu'un indice de risque géopolitique, puis comparons sa performance à plusieurs extensions classiques de la littérature (Clarida et al., 1998 ; Carré, 2015 ; Apergis et al., 2022 ; Jawadi et al., 2024).

Quels en sont les principaux résultats ?

Notre analyse empirique, menée sur données mensuelles couvrant la période 2000–2023, fait ressortir deux résultats principaux. Premièrement, l'intégration des variables climatiques et géopolitiques améliore significativement l'explication des décisions de politique monétaire de la BCE. Cela suggère que la politique monétaire ne peut plus être analysée uniquement à travers le couple inflation-croissance. Les risques climatiques affectent directement les dynamiques inflationnistes via plusieurs canaux : coûts énergétiques, inflation alimentaire, perturbations des chaînes d'approvisionnement et besoins d'investissement liés à la transition énergétique. Les tensions géopolitiques renforcent ces mécanismes, notamment à travers les marchés de l'énergie et les chaînes commerciales mondiales. Deuxièmement, notre « Green Taylor Rule » surperforme la règle de Taylor standard ainsi que ses principales extensions traditionnelles pour suivre et anticiper la politique monétaire de la BCE. En d'autres termes, intégrer explicitement les risques climatiques et géopolitiques permet une lecture plus robuste du comportement monétaire dans le nouveau régime macroéconomique post-Covid. Nos résultats sug-

gèrent ainsi qu'une politique monétaire attentive aux enjeux climatiques n'est pas incompatible avec l'objectif de stabilité des prix ; elle pourrait au contraire contribuer à mieux l'atteindre.

Quelles sont les implications pour les investisseurs institutionnels ?

Ces résultats présentent plusieurs implications concrètes pour les investisseurs institutionnels. D'abord, ils invitent à enrichir les modèles d'anticipation des taux et des trajectoires monétaires. Les scénarios macro-financiers doivent désormais intégrer les risques climatiques et géopolitiques comme déterminants structurels des décisions de banques centrales. Ensuite, ils renforcent l'idée que les risques climatiques ne relèvent plus uniquement des politiques ESG ou du reporting réglementaire, mais deviennent des variables macro-financières susceptibles d'influencer directement les taux d'intérêt, les spreads, les valorisations obligataires et le coût du capital. Enfin, pour les assureurs, institutions de prévoyance et fonds de pension, cette évolution justifie une adaptation des stratégies d'allocation d'actifs, et de couverture. Une meilleure compréhension des interactions entre inflation, transition climatique et géopolitique devient désormais essentielle pour renforcer la résilience des portefeuilles dans un environnement durablement plus incertain. ■

Références :

- Apergis, N., & Payne, J. E. (2022). Natural disasters and monetary policy: Evidence from an augmented Taylor rule. *Journal of Financial Economic Policy*, 14(3), 317–332.
- Carney, M. (2015). Breaking the Tragedy of the Horizon: Climate Change and Financial Stability. *Lloyd's of London*, London, September 29.
- Carré, E., Couppey-Soubeyran, J., & Dehmej, S. (2015). La coordination entre politique monétaire et politique macroprudentielle : Que disent les modèles DSGE ? *Revue économique*, 66(3), 541–572.
- Clarida, R., Galí, J., & Gertler, M. (1998). Monetary policy rules in practice: Some international evidence. *European Economic Review*, 42(6), 1033–1067.
- Jawadi, F., Rozin, P., & Id Cheffou, A. (2024). Toward green central banking: Proposing an augmented Taylor rule. *Energy Economics*. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2024.107539>
- Taylor, J. B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, 39, 195–214.

Comment les options par défaut influencent les choix d'investissement des épargnants ?

Quel est le sujet de votre recherche ?

Bien que l'investissement durable soit en plein essor en Europe, une question importante reste ouverte : les investisseurs choisissent-ils des portefeuilles durables même lorsque ces investissements sousperforment les autres options proposées ? En outre, est-ce que la conception de l'interface d'investissement peut influencer ce choix ? Pour répondre à cette question, nous avons mis en place une expérimentation où nous avons directement modifié le site web d'une plate-forme allemande de robo-advisor. Nous avons assigné aléatoirement aux nouveaux clients des versions distinctes de leur site web, présentant à certains clients un portefeuille conventionnel présélectionné et à d'autres un portefeuille durable. Les clients (plus d'un millier pendant l'expérimentation) pouvaient choisir cette option par défaut en un seul clic. Notre configuration offre un regard unique sur le comportement d'investissement durable du monde réel, allant au-delà de la norme de travail habituelle en finance expérimentale.

Ces dernières approches sont utiles, mais elles peuvent surestimer la propension des investisseurs de choisir la durabilité lorsque les compromis financiers deviennent réels. Notre expérimentation permet d'observer les décisions d'investissement réelles dans un environnement de marché.

Quels en sont les principaux résultats ?

Le principal résultat est que les options par défaut ont des conséquences importantes. Lorsque le portefeuille par défaut était conventionnel, 23 % des investisseurs l'ont choisi. Lorsque le portefeuille durable était la valeur par défaut, cette part a augmenté à 36 %. Ceci est conforme à l'idée que les « coups de pouce » (nudges en anglais) fonctionnent, dans ce cas avec une augmentation relative de 56 %. Bien que l'effet soit économiquement significatif, il n'est pas écrasant. Plus de la majorité des investisseurs à qui l'option a été proposée sont activement passés à un investissement conventionnel. Cela suggère que les préférences en matière de durabilité sont pertinentes, mais qu'elles ne dominent pas les considérations financières en situation réelle. L'effet de l'option par défaut est persistant. En utilisant les données des comptes jusqu'à 15 mois après l'adhésion, nous constatons que la plupart des investisseurs gardent leur choix initial de durabilité. Au total, 93 % des investisseurs conservent leur allocation initiale. Pour comprendre les motivations de ce choix, nous avons également interrogé les investisseurs après leur adhésion à la plateforme. Environ 80 % d'entre eux s'attendaient à ce que le portefeuille conventionnel surpasse le portefeuille durable, et beaucoup ont également considéré le portefeuille durable comme plus risqué. Les investisseurs durables étaient beaucoup plus optimistes quant à la performance du portefeuille qu'ils avaient choisi. En d'autres termes, de nombreux investisseurs en portefeuille durable n'ont pas choisi la durabilité en acceptant sciemment des rendements attendus plus faibles. Au contraire, ils s'atten-

daient souvent à ce que l'option durable soit financièrement supérieure. Les préférences en matière de durabilité jouent bien un rôle. Les investisseurs ayant des attitudes plus marquées en matière de durabilité étaient plus susceptibles de choisir le portefeuille durable et étaient plus disposés à accepter un certain déficit de rentabilité. Seule une minorité semblait prête à renoncer à une plus forte performance au profit d'une plus grande durabilité. Dans le cadre que nous avons étudié, l'investissement est motivé à la fois par les préférences et les croyances, les attentes financières jouant un rôle central.

Quelles en sont les conséquences en pratique ?

Les implications vont au-delà des robo-advisors. Pour les gestionnaires de patrimoine, les gestionnaires de fonds et le développement d'applications, la leçon principale est que l'architecture de choix peut affecter l'allocation réelle de l'épargne. Les options par défaut peuvent aider à combler l'écart entre l'intérêt déclaré des investisseurs pour la durabilité et leurs investissements. C'est important en particulier lorsque les clients sont confrontés à la complexité, lorsqu'ils ont des connaissances limitées en matière de finance durable ou encore s'ils sont indécis. Nos résultats suggèrent également que les défauts durables ne nuisent pas nécessairement à la rétention des clients. Nous n'observons pas une augmentation significative des fermetures de comptes parmi les investisseurs qui ont fait par défaut le choix du portefeuille durable. Cela soutient l'idée que les options par défaut de portefeuille durables peuvent être un outil pratique pour construire des investissements à long terme. Pour les régulateurs et les institutions, ces résultats alimentent le débat sur les choix actifs des épargnants. Les règles actuelles exigent que ces derniers énoncent explicitement leurs préférences en matière de durabilité. Cette approche réglementaire suppose que les préférences soient stables et bien formulées. Nos résultats empiriques suggèrent que les préférences sont également façonnées par l'architecture de choix. Les options par défaut peuvent ainsi compléter le choix actif, en particulier pour les investisseurs indécis. Toutefois, les options par défaut soulèvent des questions fiduciaires. Un portefeuille durable peut certes aider les investisseurs, mais il peut également diriger certains investisseurs vers des portefeuilles qu'ils perçoivent comme potentiellement moins performants. Les portefeuilles par défaut doivent donc être transparents, adaptés et basés sur des produits financièrement solides. Les options par défauts sont des outils puissants, mais ils ne sauraient remplacer ni la culture financière des épargnants ni la conception professionnelle des produits d'épargne. Au total, notre étude montre que les flux d'investissement durables sont influencés non seulement par les prix du marché, les préférences morales, ou les attentes de rentabilité. Ils sont également guidés par l'architecture de l'outil informatique grâce auquel les investisseurs font leur choix de portefeuille. ■



Défense et souveraineté

Le retour d'une logique industrielle de long terme

La montée des tensions géopolitiques et les nouveaux enjeux de souveraineté replacent la réindustrialisation et les technologies critiques au cœur des priorités européennes. Dans ce contexte, le capital-investissement apparaît comme un outil particulièrement adapté pour accompagner durablement le renforcement des capacités industrielles stratégiques.

Le retour des enjeux de souveraineté

Pendant plusieurs décennies, la mondialisation a favorisé une logique d'optimisation des chaînes de production, d'externalisation industrielle et de spécialisation géographique. Les crises récentes ont toutefois révélé les fragilités de cette organisation économique mondiale. Pandémie, guerre en Ukraine, tensions croissantes au Moyen-Orient ou compétition technologique entre grandes puissances ont progressivement replacé les enjeux de souveraineté au centre des politiques publiques des pays européens. Cette évolution ne concerne plus uniquement les secteurs traditionnels de la défense. Elle s'étend désormais à de nombreux domaines considérés comme stratégiques : cybersécurité, intelligence artificielle, spatial, électronique, énergétique ou encore infrastructures critiques. Dans ce nouveau contexte, les États européens cherchent à renforcer leurs capacités industrielles et technologiques afin de réduire certaines dépendances devenues critiques. Cette dynamique ouvre un nouveau cycle d'investissement de long terme dans des secteurs historiquement sous-financés.

Le capital-investissement comme outil de résilience industrielle

Le capital-investissement occupe une place particulière dans cette transformation. Contrairement aux marchés cotés, souvent soumis à des logiques de performance de court terme et à une forte vo-

latilité, le private equity permet un accompagnement patient des entreprises sur plusieurs années. Cette temporalité longue apparaît particulièrement adaptée aux enjeux industriels et stratégiques actuels. Le financement des PME et ETI joue un rôle central dans cette dynamique. En France comme en Europe, de nombreuses entreprises stratégiques demeurent encore insuffisamment soutenues et accompagnées financièrement alors même qu'elles disposent d'un savoir-faire technologique reconnu. Le rôle des investisseurs privés consiste donc non seulement à financer leur croissance, mais également à accompagner leur structuration, leur montée en puissance industrielle et leur consolidation. Cette logique apparaît particulièrement importante dans les secteurs liés à la défense et aux technologies critiques, où la France et l'Europe doivent aujourd'hui renforcer leurs capacités de production et faire émerger des acteurs stratégiques plus robustes. Les États et les institutions financières identifient désormais plus clairement le capital-investissement comme un vecteur efficace de renforcement des tissus économiques nationaux et régionaux, dans une logique de résilience accrue.

Réindustrialisation et technologies critiques de la souveraineté : un enjeu français et européen

La question n'est plus uniquement technologique ; elle devient désormais industrielle. L'Europe dispose de compétences reconnues



dans de nombreux domaines stratégiques, mais elle souffre parfois d'un déficit de capacités productives, de fragmentation industrielle ou de sous-investissement historique. L'enjeu des prochaines années sera donc double : soutenir l'innovation et les technologies de rupture, tout en renforçant les capacités industrielles permettant leur déploiement à grande échelle. Les besoins concernent aussi bien les infrastructures industrielles que les technologies duales susceptibles de répondre à des usages civils et militaires : drones, intelligence artificielle, cybersécurité, spatial, quantique, électronique ou fabrication additive. Dans ce contexte, les investisseurs institutionnels pourraient être amenés à jouer un rôle croissant dans le financement de cette nouvelle phase de réindustrialisation.

Des logiques d'investissement spécifiques

Les secteurs liés à la défense et à la souveraineté présentent plusieurs spécificités pour les investisseurs. Ils reposent souvent sur des cycles longs, stables et relativement prévisibles, soutenus par des budgets étatiques et des besoins stratégiques durables. Cette visibilité peut constituer un facteur de stabilité appréciable dans un environnement économique de plus en plus volatil. Ces investissements nécessitent néanmoins une expertise sectorielle approfondie. Les dépendances aux calendriers de la commande publique, les contraintes réglementaires, les enjeux stratégiques ou encore les questions liées à la finance durable imposent une analyse particulièrement rigoureuse. L'investissement dans la défense exige ainsi une compréhension stratégique de long terme ainsi qu'une capacité à évaluer le caractère réellement critique des actifs financés. Une évolution des pratiques ESG conduit également à faire évoluer les approches traditionnelles

du secteur. La souveraineté industrielle, la résilience des infrastructures critiques ou encore la sécurité technologique tendent progressivement à être intégrées dans une vision plus large de la responsabilité durable des investisseurs.

Une convergence croissante entre capitaux privés et priorités publiques

Les initiatives européennes récentes en matière de réarmement, de souveraineté industrielle et de financement stratégique traduisent une évolution importante des priorités économiques du continent. Elles apportent une visibilité nouvelle et renforcent progressivement la mobilisation du capital privé autour des enjeux de défense, de sécurité et de technologies critiques. La réussite de cette transformation reposera largement sur une convergence effective entre volonté publique et acteurs financiers privés afin de structurer durablement les chaînes de valeur stratégiques françaises et européennes. Le capital-investissement dispose, dans ce cadre, de plusieurs atouts : proximité avec les entreprises, capacité d'accompagnement stratégique, flexibilité des financements et horizon d'investissement compatible avec les enjeux industriels. Au-delà des dynamiques de marché, cette évolution traduit surtout le retour d'une logique industrielle de long terme, dans laquelle les investisseurs privés sont appelés à jouer un rôle croissant au service de notre souveraineté économique. ■

idiCo Forteresse I

idiCo a lancé idiCo Forteresse I, un fonds de dette privée junior dédié aux enjeux de défense et de souveraineté. Le véhicule vise à accompagner des PME et ETI françaises actives dans des secteurs stratégiques ou duaux, notamment liés aux technologies critiques, à la sécurité et à la réindustrialisation.



Usufruit temporaire de SCPI

une stratégie à contre-courant

Depuis plus d'une dizaine d'années, un segment du marché immobilier non coté s'est structuré autour de l'acquisition d'usufruits temporaires de parts de SCPI. Ce mécanisme, qui consiste à acheter avec une décote une séquence de flux locatifs mutualisés sur plusieurs dizaines de véhicules pendant une durée fixe, lui octroie des caractéristiques financières singulières : rendement supérieur à la pleine propriété, insensibilité aux fluctuations de la valeur des actifs immobiliers sous-jacents, et liquidité progressive via la perception des distributions trimestrielles. Dans un contexte de réajustement du marché immobilier et de crise de liquidité des SCPI, l'usufruit temporaire de parts de SCPI offre un profil rendement-risque-liquidité unique.

1. Le mécanisme du démembrement temporaire de parts de SCPI

Le démembrement de propriété scinde la pleine propriété d'un actif entre nue-propriété et l'usufruit. Appliqué aux parts de SCPI, ce mécanisme conduit à deux profils d'investissement radicalement différents. Le nu-propriétaire acquiert la part de SCPI avec une décote de 55 à 85 % de la valeur de pleine propriété, ne perçoit aucun revenu pendant la durée du démembrement, puis récupère la pleine propriété à l'échéance. L'usufruitier, à l'inverse, acquiert pour 15 à 45 % de la valeur de pleine propriété le droit de percevoir l'intégralité des distributions de la SCPI pendant la durée de démembrement, généralement de trois à quinze ans. À l'échéance, son droit s'éteint et sa valeur résiduelle est nulle. La clé de démembrement, rapport entre la valeur de l'usufruit et la valeur de pleine propriété, dépend principalement de la durée du démembrement et du niveau de distribution anticipé. Cette asymétrie est le fondement de la performance de l'usufruitier. En payant, par exemple, 30 % de la valeur d'une SCPI avec un taux de distribution de 4,50 % (supposé constant sur la période de démembrement, sans que cela ne soit garanti), il perçoit sur dix ans la totalité des distributions générées par 100 % de

la valeur, pour un investissement représentant 30 % de cette valeur. Ainsi, le TRI brut est de l'ordre de 8%, soit 45 euros de flux bruts cumulés, dont 30 euros correspondent à l'amortissement linéaire du capital (extinction progressive de l'usufruit) et 15 euros à la plus-value brute (Illustration 1).

2. Un profil risque-rendement-liquidité unique

2.1 Le rendement : un pur produit de flux

Contrairement à la SCPI en pleine propriété dont la performance totale intègre une composante « valeur de la part », les fonds d'usufruits temporaires de SCPI sont un strict produit de flux. Leur performance dépend exclusivement de l'évolution des distributions des SCPI sous-jacentes, lesquels reflètent la dynamique locative du portefeuille immobilier sous-jacent. Cette caractéristique confère aux fonds d'usufruits temporaires de parts de SCPI une nature davantage obligataire qu'immobilière. Sur la période T4 2015 – T4 2025 (Illustration 2), les 26 Fonds d'usufruits temporaires de SCPI gérés par France Valley ont affiché un TRI brut moyen de l'ordre de 7 %, pour une volatilité de l'ordre de 2 %. Ceci les positionne, dans l'univers risque-rendement, au-dessus de la SCPI en pleine propriété, tout en restant très en-deçà des actions



Charles DE COINTET
Directeur Associé

France Valley
INVESTISSEMENTS

en matière de risque. La comparaison avec les fonds euros ou les obligations souveraines illustre la prime de rendement offerte par cet actif, en contrepartie d'une illiquidité, qui est modérée par la perception trimestrielle des distributions, et d'un risque sur les flux locatifs.

2.2 Le risque : concentré sur les flux, décorrélié de la valeur de l'actif sous-jacent

Le risque de l'usufruitier (Tableau 1) est fondamentalement différent de celui du détenteur de pleine propriété. Il n'est pas exposé à l'évolution de la valeur des actifs immobiliers sous-jacents, qui constitue le principal facteur de volatilité des SCPI en pleine propriété. La baisse de -34 % des prix de bureaux franciliens observée entre 2021 et 2025, ou les baisses de valeur de part allant jusqu'à -45 % sur certaines SCPI, n'ont eu aucun impact direct sur la valorisation des fonds d'usufruits investis avant cette période. Le risque se concentre sur une variable : l'évolution du taux

de distribution des SCPI sous-jacentes. Ce taux reflète lui-même la dynamique locative, taux d'occupation, indexation des loyers, arbitrages du portefeuille, et présente historiquement une stabilité remarquable. Sur vingt-cinq ans (2000-2025), le taux de distribution moyen des SCPI, corrigé de l'évolution du prix de part, a fluctué dans une fourchette étroite, entre 4,1 % et 5,2 %, malgré plusieurs chocs économiques et immobiliers majeurs.

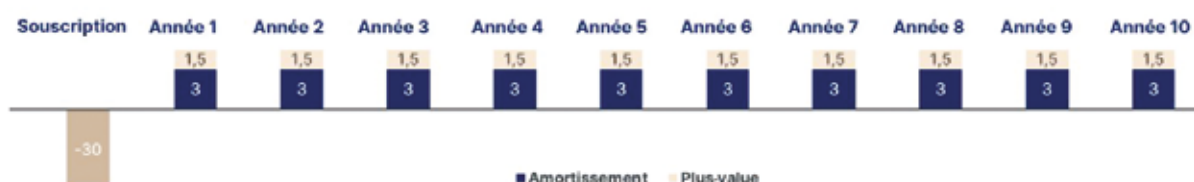
2.3 La liquidité : un produit auto-liquidatif

Comme pour tout actif immobilier, la liquidité constitue un point de vigilance des fonds d'usufruits temporaires de parts de SCPI. Par construction, l'usufruit est illiquide pendant la durée du démembrement : il n'existe pas de marché secondaire organisé pour les parts de fonds d'usufruits. Cette contrainte est toutefois en partie tempérée par un mécanisme d'autoliquidation : chaque distribution trimestrielle rembourse

Illustration 1

Illustration de la chronique de flux (non garantie)

- Investissement : 30 € (30 % de la part SCPI pour un prix de part en pleine propriété de 100 €)
 - Total des flux sur 10 ans : 45 €, dont 30 € de remboursement de capital et 15 € de plus-value brute
 - Taux de rendement brut : 8,1 %
 - Récupération partielle du capital : 50 % du capital au bout de 3,5 ans, soit un DPI* de 0,5
 - Récupération totale du capital : 100 % du capital au bout de 6,75 ans, soit un DPI* de 1,0
- DPI = Distribution to Paid-In = Distributions cumulées divisées par le montant investi depuis l'origine*



Seuil de perte : un TRI nul est atteint seulement si les distributions décroissent linéairement de 4,5 % à 1,5 % sur 10 ans, soit une division par trois, scénario impliquant simultanément un krach immobilier et une récession sévère (vague de loyers impayés et très forte vacance sur les immeubles).

Illustration 2

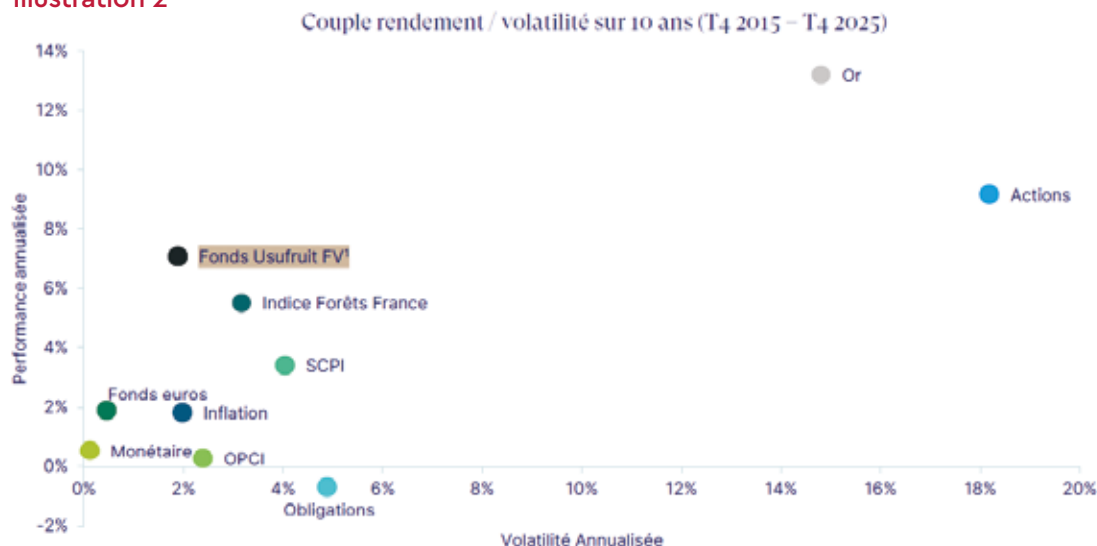


Tableau 1

Classe d'actifs	Nature du risque principal	Liquidité
Usufruit temporaire de SCPI	Baisse des distributions SCPI	Progressive (distributions trimestrielles)
SCPI (pleine propriété)	Prix + distributions	Limitée (marché secondaire)
OPCI	Prix immobilier	Partielle
Obligations	Taux d'intérêt / crédit	Élevée
Actions	Marché actions	Élevée
Fonds euros	Rendement	Élevée

simultanément une fraction du capital investi (amortissement linéaire comptable) et génère une plus-value. L'investisseur récupère ainsi son capital de façon progressive et régulière, sans attendre l'échéance du démembrement. Ce profil diffère de celui de la SCPI en pleine propriété, dont la liquidité s'est avérée très limitée en pratique depuis 2023 : 45 % des SCPI affichaient au T4 2025 des parts en attente de retrait, pour un montant de 2,7 milliards d'euros. L'usufruitier, quant à lui, n'est pas exposé au risque de blocage du marché secondaire dès lors qu'il conserve sa position jusqu'à l'échéance du démembrement, ce qui est précisément la vocation de cet instrument. Il convient néanmoins de souligner que cette « liquidité progressive » dépend du maintien des distributions des SCPI sous-jacentes. En cas de suspension ou réduction des distributions, la liquidation progressive serait ralentie ou altérée. Ce risque est atténué par la diversification du portefeuille de SCPI sous-jacentes, qui répartit l'exposition sur plusieurs dizaines de véhicules, plusieurs centaines d'immeubles et plusieurs milliers de baux.

3. Un contexte de marché qui renforce la pertinence du produit

3.1. L'intérêt du modèle dans un contexte de marché chahuté

La période 2021–2025 a soumis le marché immobilier à un stress inédit : inflation, remontée des

taux directeurs de 0 jusqu'à 4,5 % fin 2023-début 2024, décompression des taux de capitalisation, ajustement à la baisse des valeurs d'expertise et des prix de part de nombreuses SCPI. Dans ce contexte, les fonds d'usufruits temporaires ont démontré leur découplage structurel vis-à-vis des cycles immobiliers. Le taux de distribution moyen des SCPI, qui représente le moteur de performance pour l'usufruitier, a affiché une remarquable stabilité : il a oscillé entre 4,1 % et 4,9 % depuis 2014, avant de remonter à 4,72 % en 2024 puis 4,91 % en 2025.

Ce comportement illustre la résilience des revenus locatifs face aux chocs de valorisation, et, par extension, la relative robustesse du profil de rendement des fonds d'usufruits dans les périodes de stress, grâce à leur ultra-diversification.

3.2 La diversification comme moteur d'investissement

Un fonds d'usufruits temporaires de SCPI n'est pas simplement l'usufruit d'une SCPI unique : c'est un produit de mutualisation exposé à l'ensemble du marché des SCPI de rendement (hors SCPI résidentielles).

Un fonds type comprend entre quinze et trente SCPI, représentant en moyenne plus de cent immeubles chacune avec environ trois baux par immeuble, soit une exposition à plus de 2 500 immeubles et 7 500 baux. Cette granularité est

nettement supérieure à celle d'un investissement direct en SCPI ou en immobilier non coté. C'est précisément cette ultra diversification qui vient atténuer diminuer la volatilité du sous-jacent. La diversification opère à trois niveaux complémentaires : sectorielle (bureaux, santé, commerces, logistique, hôtellerie, activités), géographique (France et Europe, avec une part croissante) et temporelle (maturités de démembrement de trois à quinze ans, permettant d'échelonner le cash-flow dans le temps).

Les graphiques (Illustration 3) présentent la répartition typique d'un fonds d'usufruits de parts de SCPI :

3.3. Limites et facteurs de risque

Une allocation en fonds d'usufruits temporaires suppose d'intégrer l'ensemble des facteurs de risque propres à cet instrument. Outre les contraintes structurelles de taille de marché (près de 1,2 milliard d'euros investis en onze ans par France Valley), les quatre catégories de risques suivantes méritent une attention particulière (Tableau 2).

Conclusion

L'usufruit temporaire de parts de SCPI constitue une classe d'actifs alternative de niche dont les caractéristiques financières, rentabilité supérieure à la pleine propriété, décorrélation vis-à-vis des cycles de valorisation immobilière, et liquidité progressive par amortissement trimestriel, méritent d'être examinées dans le cadre d'une allocation institutionnelle diversifiée. L'historique de onze ans de données fait ressortir un TRI brut de l'ordre de 7% avec une volatilité limitée autour de 2 %. Les conditions de marché depuis 2023 ont paradoxalement renforcé la pertinence de cet instrument : la résilience des distributions face à la baisse des valorisations, la stabilité du taux de distribution moyen des SCPI ont contribué à améliorer le profil rendement-risque-volatilité des mil-lésimes les plus récents, tout en bénéficiant d'une liquidité trimestrielle. Les conditions actuelles de marché, taux en baisse, distributions SCPI en hausse, tension sur la liquidité des SCPI en pleine propriété, renforcent l'attrait structurel de cet actif pour les investisseurs en quête de rendement et de visibilité sur leurs flux. ■

Illustration 3



Tableau 2

Risques	Conséquences pour l'investisseur
Niveau des distributions et endettement des SCPI	- Risque d'exploitation : baisse des revenus (distributions SCPI) - Risque de gestion discrétionnaire, de perte en capital, d'endettement des SCPI sous-jacentes
Retour à moyen / long terme	- Risque de baisse des distributions liées aux droits d'usufruit temporaire - Risque de perte partielle ou totale du capital investi
Liquidité	- Risque de blocage des parts en cours de vie (absence de marché secondaire) - Risque de liquidité : placement potentiellement illiquide sur les durées de démembrement
Valeur	Valeur de l'investissement susceptible d'être inférieure à sa valeur nominale, dans le cas d'une forte baisse des distributions des SCPI sous-jacents, ou en cas d'interruption de versements de distributions

Sources : France Valley (données au 31/12/2025) ; ASPIM ; IEIF ; Bloomberg ; Boursorama ; OCDE ; Immostat.



Marchés volatils

L'argument en faveur des stratégies de performance absolue



Stacie MITCHINSON

Responsable de la Direction
en Investissement Systématique



Les périodes de volatilité des marchés peuvent s'avérer déstabilisantes pour les investisseurs. Les fortes fluctuations des prix des actifs, l'évolution des corrélations entre les classes d'actifs traditionnelles et le renforcement des incertitudes géopolitiques et macroéconomiques mettent à l'épreuve les approches classiques de construction de portefeuille. Dans cet environnement, les stratégies de performance absolue constituent une alternative pertinente. Elles visent à générer des performances positives sur l'ensemble des cycles de marché, tout en accordant une attention accrue à la gestion des drawdowns.

Investir au-delà de la direction des marchés

Contrairement aux stratégies long only traditionnelles, généralement indexées sur des indices de marché et évoluant en lien avec ces derniers, les stratégies de performance absolue visent à délivrer des performances largement indépendantes des mouvements des marchés dans leur ensemble. Plutôt que de chercher à surperformer un indice de référence, leur objectif premier est de préserver le capital et de générer des performances stables dans le temps. Cette différenciation prend tout son sens lorsque les marchés sont volatils ou évoluent dans des phases sans tendance marquée, et lorsque les bénéfices de diversification des allocations actions traditionnelles commencent à s'éroder.

L'une des forces structurantes des stratégies de performance absolue réside dans leur flexibilité. Les gérants peuvent généralement investir sur une large palette d'expositions sous-jacentes et prendre à la fois des positions acheteuses et vendeuses. Cette approche leur permet non seulement de participer aux phases de hausse des marchés, mais également d'exploiter les opportunités offertes par la baisse des cours de titres jugés moins attractifs. Lorsque les régimes de marché évoluent, cette capacité d'adaptation

permet aux stratégies de performance absolue de réagir de manière dynamique, plutôt que de rester exposées à des sources de risque uniques.

La diversification face à une hausse des corrélations

Les marchés volatils s'accompagnent fréquemment d'une hausse des corrélations entre classes d'actifs, réduisant l'efficacité des mécanismes de diversification traditionnels. Les stratégies de performance absolue peuvent apporter une réponse à cet enjeu. Reposant souvent sur des opportunités idiosyncratiques – telles que des inefficiences de valorisation ou des fondamentaux spécifiques aux titres – leurs moteurs de performance sont de nature différente de ceux des portefeuilles actions conventionnels. Elles sont ainsi en mesure d'améliorer le profil rendement/risque d'une allocation multi-asset globale, précisément lorsque la diversification devient nécessaire.

L'incertitude entourant les taux d'intérêt, l'inflation et la croissance économique peut accentuer la dispersion des performances entre secteurs et titres individuels. Ce contexte est particulièrement favorable aux stratégies de performance absolue, qui cherchent à exploiter l'écart croissant entre gagnants et perdants. En équilibrant

positions longues et shorts afin de minimiser l'exposition globale au marché, ces stratégies visent à capter des écarts de performance relative, plutôt que de dépendre de marchés orientés à la hausse.

Gestion du risque et limitation des drawdowns

La gestion du risque est au cœur de la majorité des approches de performance absolue. En effet, si la sélection de titres peut constituer le principal moteur de performance de ce type de stratégie, l'accent marqué sur le contrôle de la volatilité et la gestion des drawdowns s'avère essentiel, grâce à un recours modéré à l'effet de levier, une taille de positions rigoureusement encadrée et une diversification des moteurs de performance sous-jacents. Pour les investisseurs soucieux de préserver leur capital en période de tension, cette approche contribue à lisser les performances et à atténuer les pressions liées aux phases de baisse et aux événements de marché imprévus.

Un rôle stabilisateur au sein des portefeuilles modernes

Les épisodes de marché récents ont montré que des phases de baisse marquées ne constituent pas une fatalité de l'investissement en actions. Dans un environnement caractérisé par une volatilité élevée, des pressions inflationnistes et une fragmentation géopolitique accrue, les stratégies non indexées à un indice de marché peuvent aider les investisseurs à rester investis, tout en pri-

vilégiant la résilience et la préservation du capital. Lorsque les hypothèses de marché traditionnelles sont mises à l'épreuve, la capacité des stratégies de performance absolue à générer des performances indépendamment de l'orientation des marchés devient de plus en plus déterminante. À ce titre, elles peuvent jouer un rôle clé dans la construction de portefeuilles plus résilients, pour les investisseurs à la recherche de flexibilité, de diversification et d'un profil de performance plus régulier lors des phases de volatilité.

Informations sur les risques

- Ce document à caractère promotionnel est exclusivement destiné aux professionnels de l'investissement et ne doit pas être diffusé à des investisseurs particuliers.
- La valeur des investissements et des revenus qui en découlent peut évoluer à la hausse comme à la baisse et le client est susceptible de ne pas récupérer l'intégralité du montant initialement investi.
- Les investisseurs doivent prendre note du fait que les opinions énoncées peuvent ne plus être d'actualité et avoir déjà été mises à exécution.
- Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.
- Les investissements à l'étranger peuvent être affectés par l'évolution des taux de change des devises.
- Les investissements sur les marchés émergents peuvent être plus volatils que ceux sur d'autres marchés plus développés. ■



Marchés émergents

La transition énergétique comme stratégie économique

Les marchés émergents sont au cœur d'une transformation structurelle des systèmes énergétiques et industriels mondiaux. Cette transition est de plus en plus portée par des stratégies économiques, la compétitivité industrielle et des avantages de coût à long terme.

Pour les marchés émergents, la transition énergétique constitue à la fois une réponse à des vulnérabilités structurelles et un levier de croissance plus solide et résiliente.

Deux forces convergentes caractérisent cette évolution :

- **La revalorisation du risque énergétique** : la dépendance aux énergies fossiles se reflète de plus en plus dans les résultats macroéconomiques, les dynamiques budgétaires et la performance des marchés financiers.
- **La reconfiguration industrielle des marchés émergents** : les gouvernements et les entreprises alignent les systèmes énergétiques, la production industrielle et les investissements technologiques afin de capter un avantage compétitif durable.

Les récentes perturbations des marchés de l'énergie ont accéléré, sans l'initier, cette transition, dont les effets sont de plus en plus visibles dans l'allocation du capital, l'orientation des politiques publiques et les investissements des entreprises. Pour les investisseurs, cela se traduit par un cycle d'investissement pluriannuel dans les infrastructures de réseau, l'électrification, l'efficacité énergétique et le stockage, la demande d'électricité liée à l'intelligence artificielle jouant un rôle de catalyseur supplémentaire. Par conséquent, les effets de la transition énergétique deviennent de plus en plus visibles dans la croissance des bénéfices, l'allocation du capital et la dispersion des rendements au sein des marchés émergents.

Les marchés émergents au cœur de la demande énergétique

Les marchés émergents représentent la majeure partie de la croissance future de la demande énergétique et des investissements en infrastructures, tandis que les systèmes d'énergie propre occupent une part croissante de ces dépenses d'investissement. En 2025, les investissements mondiaux dans l'énergie ont dépassé 3 300 milliards de dollars, dont deux tiers consacrés aux technologies d'énergie propre. La part des marchés émergents progresse, la Chine devant à elle seule ajouter une demande d'électricité équivalente à celle de l'Union européenne sur les cinq prochaines années¹. L'IEA prévoit que l'Inde et l'Asie du Sud-Est seront les principaux contributeurs à la croissance de la demande d'électricité parmi les économies émergentes d'ici à 2030, sous l'effet de l'expansion économique, des besoins de refroidissement et de l'électrification des transports et de l'industrie².

Les canaux de transmission : comment les chocs énergétiques affectent les économies émergentes

La fermeture effective du détroit d'Hormuz, qui représente environ un cinquième du commerce mondial de pétrole et de gaz naturel liquéfié, a entraîné une hausse des prix du pétrole, des coûts d'assurance et de la volatilité sur les devises, les obligations souveraines et les marchés actions. Cet épisode illustre comment la dépendance aux énergies fossiles se transforme en risque financier.



Liz SU
CFA
Gérante de portefeuille
chez Boston Common
Asset Management déléataire
d'ABN AMRO Investment Solutions



Les chocs énergétiques se transmettent aux marchés émergents par trois principaux canaux :

- **Inflation / budget** : les subventions aux carburants créent une pression immédiate sur les finances publiques et réduisent les marges de manœuvre budgétaires.
- **Balance externe / devises** : la hausse des factures d'importation accroît la demande de devises et exerce une pression sur les monnaies.
- **Croissance / marges** : la hausse des prix de l'énergie comprime les marges et freine l'investissement.

**La réponse politique :
de la vulnérabilité à la stratégie**

Sur l'ensemble des marchés émergents, la transition est passée de la théorie à la mise en œuvre via les politiques publiques, l'allocation de capital et les stratégies industrielles. La production domestique d'énergies renouvelables améliore la sécurité énergétique et réduit la dépendance aux goulets d'étranglement mondiaux. Chaque unité d'énergie renouvelable remplace des importations libellées en dollars, améliorant les comptes courants et réduisant les besoins de financement externe. Les pays ayant une plus forte pénétration des énergies renouvelables sont moins exposés à l'infla-

tion liée à l'énergie, aux pressions sur les devises et au resserrement des conditions financières.

**Les conditions économiques
sont désormais favorables à la transition**

91 % des nouveaux projets d'énergies renouvelables en 2024 étaient moins coûteux que les alternatives fossiles, générant 467 milliards de dollars d'économies. Une fois installée, l'électricité renouvelable fournit une énergie à coût marginal quasi nul pendant 20 à 30 ans, créant un avantage durable³. Le déploiement s'accélère dans les principales économies émergentes, soutenu par la baisse des coûts de stockage et l'amélioration de la fiabilité des réseaux.

**Les chocs pétroliers accélèrent
les transformations structurelles**

« Historiquement, chaque choc pétrolier majeur a généré une réponse politique proportionnelle à l'ampleur de son impact. » Forum économique mondial, 2026⁴.

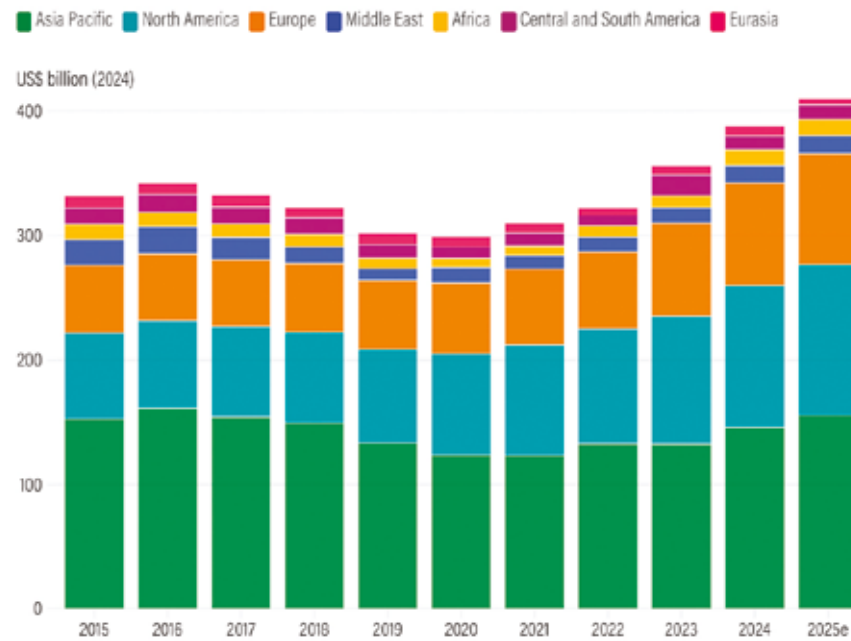
La perturbation de 2026 est d'une ampleur supérieure à celles de 1973 ou 1979, la fermeture du détroit d'Hormuz affectant environ 31 % du commerce mondial de pétrole transporté par voie maritime⁵. Elle intervient à un moment où le solaire, l'éolien et le stockage sont compéti-

Figure 1. EM: Where Future Energy Demand and Capital Are Concentrated

Share of the global population	≈85%
Share of global infrastructure investment needs	≈75%
Share of future emissions growth	≈80%
Share of new clean power generation capex (Global South)	≈87%

Sources: UN World population Prospects 2024, World Bank, IEA, RMI

Figure 2. Investments in power grid infrastructure by region



Source: World Resources Institute

tifs par rapport aux énergies fossiles, et où les gouvernements accélèrent le déploiement des renouvelables et les investissements dans les réseaux. Comme lors des épisodes précédents, les chocs génèrent de la volatilité et accélèrent les transitions. Les préoccupations liées à la sécurité d'approvisionnement à court terme nécessitent encore des capacités fossiles, mais cela relève davantage d'une séquence que d'un retournement : il s'agit de gérer la sécurité de l'approvisionnement à court terme tout en investissant à long terme dans des systèmes plus résilients.

Une reconfiguration industrielle

Au-delà du choc énergétique, une reconfiguration plus large des politiques industrielles et des chaînes d'approvisionnement est en cours. Les gouvernements renforcent leur contrôle sur les systèmes énergétiques, les approvisionnements stratégiques et les capacités industrielles via des politiques axées sur la durabilité, la diversification et la montée en gamme technologique. Cela se reflète dans la hausse des dépenses d'investissement dans les infrastructures de réseau, l'électrification et les systèmes énergétiques, ainsi que dans l'amélioration des bénéfices et des valorisations des entreprises positionnées sur ces segments.

Une évolution des politiques industrielles

La montée en gamme industrielle et technologique complète désormais les modèles traditionnels. À mesure que les gouvernements

alignent le développement industriel sur les objectifs de décarbonation, la transition énergétique devient un levier de compétitivité :

- **La Chine** intègre à grande échelle stratégie industrielle et transition énergétique.
- L'Indonésie construit une chaîne d'approvisionnement de batteries en s'appuyant sur ses ressources en nickel.
- **L'Inde** développe une industrie intégrée d'énergies propres.

Une reconfiguration des chaînes d'approvisionnement

La diversification des chaînes d'approvisionnement, renforcée par les risques géopolitiques, accélère le développement d'une production plus distribuée :

- **Le Mexique** bénéficie de la délocalisation de proximité.
- **L'Asie du Sud et du Sud-Est** (Inde, Thaïlande, Vietnam et Indonésie) développent leur production électronique.

• **L'Europe centrale et orientale** soutiennent les chaînes d'approvisionnement européennes. Cette évolution élargit l'univers d'investissement des marchés émergents à travers les régions.

Une montée en gamme industrielle : automatisation, efficacité énergétique et digitalisation

La prochaine phase d'industrialisation des marchés émergents sera tirée par la technologie. Trois forces agissent en parallèle :

- **L'automatisation industrielle** améliore l'efficacité et réduit l'intensité énergétique.

- **L'efficacité énergétique et l'électrification** diminuent la dépendance aux énergies fossiles et améliorent les structures de coûts.

- **La digitalisation industrielle** améliore la productivité et l'utilisation des ressources.

Dans l'ensemble, les marchés émergents améliorent leur productivité, leur capacité d'innovation et leur efficacité carbone, ce qui favorise la qualité des bénéfices, la compétitivité et les rendements à long terme.

Le lien entre IA et énergie

La consommation d'électricité des centres de données devrait plus que doubler d'ici à 2030, les États-Unis et la Chine représentant environ 80 % de cette croissance¹. Cette demande stimule les investissements dans les infrastructures énergétiques, notamment dans les énergies renouvelables, les réseaux et le stockage.

L'utilisation des énergies fossiles à court terme reflète des contraintes d'offre, tandis que les investissements à moyen terme visent à réduire l'exposition structurelle. Les infrastructures de réseau, le stockage et l'électrification en sont les principaux bénéficiaires.

Les opportunités d'investissement

Les marchés émergents construisent des chaînes de valeur, montent en gamme et améliorent leurs structures de coûts. La revalorisation du risque énergétique et la reconfiguration industrielle alimentent un cycle d'investissement pluriannuel, avec des implications en termes de bénéfices, de flux de capitaux et d'opportunités d'investissement.

La dispersion des performances s'accroît entre les pays qui renforcent leur sécurité énergétique et ceux qui restent dépendants, ainsi qu'entre les secteurs bénéficiant de l'électrification, de l'automatisation et des investissements en infrastructures. Les opportunités varient selon les régions : l'Amérique latine fait preuve de résilience, tandis que l'Asie subit plus de pres-

sion mais dispose d'un potentiel d'accélération plus important.

Les principaux domaines :

- **Les infrastructures de réseau** restent le principal goulot d'étranglement et nécessitent des investissements soutenus.

- **L'électrification** réduit la dépendance aux énergies fossiles et améliore la productivité.

- **L'efficacité énergétique** offre des avantages de coût durables.

- **La baisse des coûts du stockage par batteries** transforme l'économie de l'énergie.

L'intelligence artificielle

La demande d'électricité liée à l'IA devient un moteur majeur des investissements énergétiques. Les hyperscalers contractent des capacités renouvelables et stimulent les investissements dans les réseaux et les infrastructures de stockage au sein des marchés émergents.

L'IA et les technologies numériques améliorent l'efficacité des systèmes énergétiques et accélèrent leur déploiement. Pour les investisseurs, la demande liée à l'IA et la transition énergétique se renforcent mutuellement, soutenant durablement l'investissement dans les infrastructures électriques, l'électrification et l'efficacité énergétique.

Les mutations structurelles redessinent l'opportunité d'investissement dans les marchés émergents

L'impact de la transition énergétique des marchés émergents, porté par la revalorisation des systèmes énergétiques et la reconfiguration industrielle, devient de plus en plus visible dans l'allocation du capital, l'orientation des politiques publiques et les investissements des entreprises. La question essentielle est désormais de savoir à quelle vitesse cela se traduira par une croissance des bénéfices, des flux de capitaux et une dispersion des rendements entre les différents marchés émergents. ■

¹ World Energy Investment 2025 | IEA

² Electricity 2026 | IEA, February 2026

³ Renewable Power Generation Costs in 2024 | IRENA, July 2025

⁴ Can economies be supply shocked in positive directions? It's happened before | WEF, March 2026

⁵ La crise pétrolière de 1973 a constitué le premier grand choc énergétique moderne : l'embargo décrété par l'OPEP a provoqué un quadruplement des prix du pétrole et contraint les économies développées à considérer l'énergie comme une vulnérabilité stratégique et macroéconomique majeure. La crise pétrolière de 1979 a renforcé cette inflexion : l'effondrement de l'offre iranienne a déclenché une nouvelle flambée des prix, qui a accéléré les gains d'efficacité à long terme et durablement modifié les trajectoires de la demande énergétique mondiale.

⁶ IEA, Energy and AI. 2025.

FRPS

Entre ambition de long terme et réalités prudentielles

Le monde de la retraite est en profonde mutation. Souvent présentés comme les « fonds de pension à la française », les FRPS suscitent de fortes attentes. Pensés pour favoriser une gestion de long terme plus diversifiée, ils révèlent néanmoins une grande variété de modèles, entre contraintes prudentielles, stratégies différenciées et enjeux de confiance.

Vieillesse démographique, allongement de la durée de vie, pressions sur les régimes par répartition : le contexte pousse l'ensemble de l'écosystème à repenser les équilibres de long terme. Face aux interrogations croissantes sur la soutenabilité des systèmes existants, la retraite supplémentaire occupe une place de plus en plus centrale dans les réflexions des investisseurs institutionnels. Dans ce cadre, les FRPS apparaissent comme un dispositif pertinent pour la gestion d'engagements de long terme, tout en mettant en lumière certaines contraintes structurelles.

Pour certains acteurs, leur création répondait d'ailleurs à une logique concurrentielle, visant à se doter d'un outil mieux adapté aux évolutions du marché. On dénombre aujourd'hui plus d'une vingtaine de FRPS en France, représentant environ 200 milliards d'euros d'encours dont 87 % sont concentrés entre 8 acteurs*. Ces véhicules ont été conçus pour répondre à un besoin clair : offrir un cadre adapté à la gestion d'engagements de très long terme. En permettant une allocation d'actifs plus diversifiée, y compris vers le non-coté, ils peuvent viser un rendement plus aligné avec les engagements de retraite et contribuer au financement de l'économie réelle.

Cependant, l'observation des données disponibles invite à nuancer ce constat. Les informations publiques restent limitées et se

concentrent principalement sur les reportings prudentiels. Ces derniers révèlent une nette prédominance des actifs obligataires, représentant généralement entre 65 % et 70 % des portefeuilles*, laissant penser que le potentiel de diversification demeure encore partiellement exploité.

FRPS : un cadre commun, des formats variés

Cette lecture agrégée masque toutefois une réalité plus complexe. L'un des principaux enseignements est qu'il n'existe pas de FRPS « type ». Si le cadre réglementaire est commun, les situations prudentielles et financières restent hétérogènes. Cette diversité s'explique en grande partie par les portefeuilles transférés depuis 2018, dont les caractéristiques varient fortement en termes de passif, de profil de risque et de stratégie d'investissement. Chaque FRPS apparaît ainsi comme le produit de ses engagements, de sa gouvernance et de ses contraintes propres.

Certains sont adossés à des régimes fermés, caractérisés par des flux de cotisations limités et des engagements élevés. Dans ces configurations, la priorité reste la sécurisation des prestations futures, ce qui conduit à des allocations plus prudentes. D'autres, au contraire, s'inscrivent dans des systèmes ouverts et concurrentiels, où la capacité à attirer et fidéliser les affiliés devient déterminante, tout comme la



Baptiste Buisson

Directeur des Gestions Mandats
et Solutions



gestion de la liquidité. L'enjeu consiste alors à adapter les modèles actif-passif afin de concilier liquidité et performance de long terme.

Un cadre prudentiel exigeant pour une gestion de long terme

À cette diversité de situations s'ajoutent les exigences du cadre prudentiel. Rattachés au Code des assurances, les FRPS sont soumis à des règles strictes en matière de provisionnement et de gestion actif-passif, qui limitent la rapidité d'évolution des allocations. S'ils constituent une adaptation pertinente du cadre existant, ils n'en modifient pas les principes fondamentaux de sécurisation des engagements. À titre d'exemple, la Provision pour Aléas Financiers (PAF) joue un rôle central sous Solvabilité I, notamment pour les portefeuilles à taux technique élevés. Intégrée aux provisions, elle constitue un mécanisme de protection contre une dégradation durable des conditions financières. Directement liée aux choix d'allocation, elle peut également limiter la prise de risque : une exposition accrue à des actifs plus volatils augmente le risque d'insuffisance de rendement face aux garanties contractuelles et peut entraîner des dotations significatives, avec un impact immédiat sur les équilibres économiques. Dans ce contexte, la soutenabilité repose avant tout sur la robustesse des provisions et la cohérence entre actifs et passifs. La question de la montée en risque doit ainsi être appréhendée au regard de plusieurs critères : la nature du régime, son degré de maturité, son horizon d'engagement et sa capacité à absorber la volatilité des marchés financiers. Au-delà des allocations, le fil conducteur demeure la responsabilité vis-à-vis des retraités

et des bénéficiaires. Les actifs gérés financent des prestations sur plusieurs décennies, ce qui impose une gouvernance exigeante et une grande transparence dans les choix d'investissement. Si le cadre des FRPS offre indéniablement des opportunités en matière de diversification et de financement de long terme, celles-ci doivent s'inscrire dans des trajectoires progressives et adaptées.

Dans ce contexte, les gérants d'actifs ont un rôle clé à jouer. Leur valeur ajoutée, par rapport aux fournisseurs de solutions structurées, réside dans leur capacité à appréhender finement le rythme de mise en adéquation du portefeuille avec la trajectoire cible. C'est dans ce temps long, et à travers une relation pragmatique, que se construit un véritable partenariat, permettant de co-construire et de déployer une stratégie d'investissement conjuguant résilience et performance dans la durée. En définitive, les FRPS ne constituent ni un modèle uniforme ni une solution clé en main. Ils représentent un cadre, à la fois structurant et cohérent avec les engagements de long terme, au sein duquel chaque acteur doit composer avec ses propres réalités. L'enjeu est désormais de démontrer leur pertinence auprès de nouveaux candidats, notamment de taille intermédiaire. Pour ces acteurs, l'intérêt en matière de diversification et d'optimisation du couple rendement/risque est réel, mais doit être mis en perspective avec des coûts de mise en œuvre élevés. Dans ce contexte, le dispositif apparaît avant tout adapté aux structures disposant d'un potentiel de développement suffisant pour en capter pleinement les bénéfices, à l'heure où la retraite supplémentaire est appelée à jouer un rôle croissant. ■

*Source : 5^e édition de l'analyse Galea des rapports SFCR



Prix Impact 2026

Abeille Assurances et AG2R La Mondiale récompensés pour leur engagement

Le jury du Prix Impact 2026, composé pour cette édition d'Anne-Sophie Demorgny (MACSF), de Valérie Nau, rédactrice en chef d'Option Finance qui organise cet événement, de Philippe Dupuy, conseiller scientifique de l'Af2i, et d'Hubert Rodarie, président de l'Af2i, a distingué deux membres de l'Af2i, Abeille Assurances et AG2R La MONDIALE, pour leurs initiatives illustrant l'intérêt de l'investissement à impact au sein des investisseurs institutionnels français.

AG2R La MONDIALE, représentée par Philippe Dutertre, a été distingué pour une stratégie d'investissement combinant soutien aux transitions durables et développement économique des territoires. Le groupe, qui gère plus de 96 milliards d'euros d'actifs, a déployé depuis 2022 plus de 5,7 milliards d'euros de nouveaux financements orientés vers des obligations durables, des infrastructures de transition, du private equity et de la dette privée à impact. Parmi les dispositifs récompensés figure notamment son portefeuille de fonds régionaux de capital-investissement. À travers 19 fonds gérés par 11 sociétés de gestion implantées dans les territoires, le groupe contribue au financement de PME locales et au développement d'un écosystème d'investissement décentralisé. Les entreprises accompagnées représentent aujourd'hui près de 11 000 emplois et ont créé plus de 1 200 postes. AG2R La MONDIALE a également développé une poche de dette privée à impact intégrant des mécanismes de « sustainability-linked finance », avec des objectifs environnementaux et sociaux mesurables conditionnant le financement des entreprises bénéficiaires.

Abeille Assurances, représentée par Jean-François Coppenolle, a quant à elle été récompensée pour le fonds InvESS Île-de-France Amorçage, une initiative innovante destinée à répondre aux besoins de financement des entreprises de l'économie sociale et solidaire (ESS) en phase de démarrage. Lancé avec le soutien de la Région Île-de-France, d'INCO Investissement et de Revital'Emploi, ce fonds vise une taille de 30 millions d'euros et cible les structures à fort impact social ou environnemental dans quatre domaines prioritaires : l'économie circulaire, le bien-vieillir, l'inclusion et l'éducation.

Le fonds se distingue par son approche complète de l'investissement à impact. Outre un financement compris entre 150 000 et 500 000 euros, les entreprises bénéficient d'un accompagnement stratégique et d'une mesure rigoureuse de leur impact. Au moins 75 % des structures financées ont vocation à relever de l'ESS ou à obtenir l'agrément ESUS. Premier exemple soutenu, la coopérative Ethi'Kdo développe une offre de cartes cadeaux orientées vers la consommation responsable, le commerce équitable et le réemploi solidaire.

Ces deux récompenses illustrent la diversité des approches de l'investissement à impact portées par les membres de l'Af2i. Qu'il s'agisse de soutenir les transitions économiques et environnementales des entreprises, de favoriser le développement des territoires ou d'accompagner l'émergence de porteurs de projets à impact, les initiatives d'AG2R La MONDIALE et d'Abeille Assurances démontrent la capacité des investisseurs institutionnels à conjuguer performance financière, utilité sociale et création de valeur durable. ■

Publication

La nouvelle édition du livre d'Hubert Rodarie
disponible en librairie
et sur les sites de vente en ligne

HUBERT RODARIE



L'EUROPE FACE À TRUMP **COMMENT RELEVER LE DÉFI**



Editions
ESKA



association française des
investisseurs institutionnels

INSTITUTIONNELS 80

— Juin 2026