

# Perspectives



1ER TRIMESTRE  
2026

**CARAT** CAPITAL

# Perspectives T1 2026

MARS 2026

- 
- L'ÉDITO, par Sandrine Genet
  - PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES & Convictions  
*Camille Magdelaine & Yohann Derbyshire, CFA*
  - HORIZONS - L'or un refuge qui s'assume sur le long terme  
*Camille Magdelaine & Edouard Lepron*
  - DISCUSSION - Private Equity à l'ère de l'IA : quels impacts sur les sociétés de logiciel ?  
*Olivier Martret, Stéphanie Nizard & Yohann Derbyshire*
  - FOCUS - Don manuel : comment transmettre en toute sécurité ?  
*Astrid Munet & Laurence Bac*
- 

# CARAT CAPITAL

# ÉDITO

par Sandrine Genet - Présidente, Groupe Allen

- **Investir** v.t. : Placer des fonds dans quelque chose en vue d'en tirer un bénéfice.
- **Investir** (s') v.pr. : Accorder beaucoup d'importance à ; s'impliquer.

Les publicités pour plateformes de trading en ligne se multiplient. Dans le métro, sur les réseaux sociaux, parfois avec des célébrités sportives en égypte. Le message est toujours sensiblement le même : zéro frais, interface intuitive, accès instantané aux marchés. Sous-entendu : tout le monde peut investir, seul, depuis son téléphone, et en tirer profit.

La démocratisation de l'accès aux marchés financiers est, en soi, une évolution positive. Elle était nécessaire. Mais lorsqu'elle se confond avec l'idée que l'investissement se résume à une plateforme et à quelques clics, elle cesse d'être une promesse de liberté pour devenir parfois, une source de malentendus — et parfois, de risques réels.

Car ce que ces publicités vendent, ce n'est pas de l'investissement. C'est de l'accès. Et l'accès, ce n'est pas la compétence.

## Tous architecte !

Il existe aujourd'hui des outils remarquables pour concevoir soi-même les plans de sa maison. Des logiciels accessibles, des tutoriels en ligne, des matériaux disponibles à la commande en quelques clics. Tout cela est utile, réel, et a profondément changé la manière dont les particuliers s'impliquent dans leurs projets immobiliers.

Pourtant, personne ne songerait sérieusement à se passer d'un architecte pour construire une maison destinée à durer trente ans et à traverser les aléas du temps. Parce que l'architecture ne se réduit pas aux outils. Elle repose sur la capacité à lire un terrain, à anticiper les contraintes, à concevoir un ensemble cohérent qui résistera — pas seulement à l'usage quotidien, mais aux imprévus. Et surtout, elle repose sur une chose qu'aucun logiciel ne remplace : la responsabilité d'un jugement professionnel engagé dans la durée.

Ce qui est vrai en architecture, se retrouve en investissement.

## Ce que ces publicités ne disent pas...

Ces publicités ne parlent pas de l'allocation stratégique. Elles ne parlent pas du fait que la construction d'un portefeuille n'est pas la juxtaposition de paris individuels, mais l'architecture d'un équilibre dynamique entre des classes d'actifs qui, ensemble, doivent résister à des scénarios économiques que personne ne peut prévoir avec certitude.

Elles ne parlent pas de la différence fondamentale entre un accident de marché et une tendance de fond. En mars 2020, les marchés actions ont chuté de plus de 30 % en quelques semaines. Un investisseur non accompagné, isolé devant son écran, a souvent fait la pire chose possible : vendre. Un investisseur bien conseillé a compris que cette chute était un choc exogène violent mais transitoire — et que c'était précisément le moment de ne pas céder à la panique. Certains ont même eu le courage d'en faire une opportunité.

À l'inverse, en 2021 et début 2022, beaucoup de particuliers ont afflué vers des actifs très spéculatifs, au premier rang desquels les cryptomonnaies. L'enthousiasme était réel, et il aurait été malhonnête de prétendre que personne ne gagnait d'argent. Mais un portefeuille bien construit ne se juge pas sur ses meilleurs moments : il se juge sur sa capacité à traverser les retournements. La question n'est pas d'anticiper les corrections de marché avec certitude — c'est rarement possible. C'est de construire un portefeuille robuste et diversifié.

## Construire, pas parier.

Ce que nous faisons chez Allen ne ressemble pas à ce que montrent ces publicités.

Notre métier commence bien avant l'investissement. Il commence par une compréhension fine de la situation de chaque famille : sa composition, ses revenus, sa fiscalité, ses engagements et ses projets à court et long terme, sa tolérance réelle au risque — qui n'est pas celle qu'on déclare à froid, mais celle qu'on expérimente quand son portefeuille perd 15 % en un mois. Cette phase d'écoute et d'analyse n'est pas un préalable administratif. C'est le fondement de tout ce qui suit.

Vient ensuite l'allocation stratégique. C'est la décision la plus importante, et pourtant la moins spectaculaire : comment répartir le patrimoine entre grandes classes d'actifs — actions, obligations, actifs réels, private equity, actifs de diversification — en fonction d'un horizon de temps et d'objectifs précis. Toute la recherche en finance le confirme depuis de nombreuses années, et notre propre expérience l'illustre également depuis 20 ans: ce choix fondamental — être ou ne pas être exposé aux actions, à l'immobilier, au private equity, aux obligations — pèse bien davantage sur la performance à long terme que le choix d'un fonds plutôt qu'un autre à l'intérieur de chaque classe d'actifs.

Ce travail de fond n'empêche pas, bien au contraire, une capacité à saisir des opportunités tactiques. Les marchés créent régulièrement des inefficiences temporaires — des actifs sous-valorisés par rapport à leurs fondamentaux, des fenêtres de taux attractives, des segments de marché délaissés. Savoir les identifier, les qualifier et les intégrer dans un portefeuille déjà solide, c'est là que le travail d'analyse prend tout son sens. Mais c'est un ajustement à la marge d'une construction robuste — pas un pari remplaçant une stratégie.

Et puis, il y a les moments de crise où les marchés s'emballent, où l'incertitude est maximale, et où le stress peut facilement prendre le contrôle. Notre rôle, alors, n'est pas d'agir pour agir. C'est parfois de ramener nos clients à une vision de temps long, de remettre les chiffres

en perspective, de rappeler ce que l'histoire des marchés enseigne avec une constance remarquable : la volatilité est le prix de la performance à long terme. Ceux qui gardent leur cap en traversant les tempêtes sont, statistiquement, ceux qui arrivent à bon port.

## La diversification : un mot banal pour une réalité vitale

La diversification est peut-être le concept le plus enseigné et le plus mal compris de la finance. Elle ne consiste pas à posséder vingt actions au lieu d'une. Elle consiste à construire un portefeuille dont les composantes réagissent différemment aux mêmes événements — de telle sorte que lorsque certains actifs souffrent, d'autres résistent ou progressent, et que l'ensemble reste orienté vers l'objectif.

C'est un travail de précision, qui suppose de comprendre les corrélations entre actifs, leur comportement dans différents régimes économiques, la liquidité disponible au moment où on en a besoin. Aucune interface, aussi intuitive soit-elle, ne peut remplacer cette réflexion.

## Ce en quoi nous croyons.

Notre ambition, depuis la fondation d'Allen, n'a jamais été de rendre l'investissement excitant. Elle a été de le rendre solide, cohérent, et porteur de sens pour chaque famille que nous accompagnons.

L'investissement n'est pas un sport de spectateurs, ni une affaire de plateforme. C'est un métier d'analyse, de construction, et d'accompagnement dans la durée. C'est celui que nous exerçons, chaque jour, avec chaque famille qui nous fait confiance..



**Sandrine Genet**  
*Présidente, Groupe Allen*  
*(Carat Capital – Hedon Family Office)*

# PERSPECTIVES TRIMESTRIELLES & CONVICTIONS

par Camille Magdelaine & Yohann Derbyshire, CFA

Le premier trimestre 2026 restera dans les mémoires comme l'un des plus mouvementés depuis plusieurs années. Après un début d'année porteur, l'irruption d'un choc géopolitique majeur au Moyen-Orient a radicalement transformé le paysage des marchés financiers. En l'espace de quelques semaines, le baril de Brent a bondi de plus de 75 %, tandis que les marchés actions européens et émergents enregistraient une correction de l'ordre de 10 %. Dans ce contexte, distinguer le bruit du signal, contextualiser les chiffres et maintenir le cap sur les convictions de long terme, tout en ajustant le portefeuille à la marge, sont les clés pour conserver une allocation d'actifs adaptée aux circonstances.

## Chiffres clés du trimestre

INDICATEURS	VARIATION DEPUIS LE DÉBUT DU CONFLIT	VARIATION (YTD)
Pétrole (Brent)	+76 %	+114.97 %
Actions européennes (SX5E indice)	-9.14 %	-3.48 %
Actions américaines en EUR (S&P500)	-2.71 %	-2.73 %
Actions émergentes en EUR (MSCI Emerging)	-10.96 %	-1.56 %
Or (en EUR)	+14 % trimestriel sur une année	
Croissance résultats S&P 500 (T4 2025)	-9.43 %	+9.23 %
EUR vs USD	-2.19 % <small>(&lt;&gt; renforcement de l'USD face à l'EUR)</small>	-1.64 % <small>(&lt;&gt; renforcement de l'USD face à l'EUR)wei</small>
Hausse taux 10 ans US	+0.44 pts	+0.12 pts
Hausse taux 10 ans FR	+0.51 pts	+0.11 pts

## De l'optimisme de janvier au choc de mars

### Un début d'année porteur, jusqu'à la rupture

Les deux premiers mois de l'année s'inscrivaient dans la continuité du cycle haussier de 2025. La saison des résultats du quatrième trimestre a confirmé la vigueur du cycle bénéficiaire américain, avec une progression des bénéfices d'environ +14 % sur un an et des publications globalement supérieures aux attentes des analystes. Malgré cette robustesse opérationnelle, le marché américain n'a pas signé de performance significative, pénalisé par les interrogations

croissantes des investisseurs sur la pérennité de la croissance portée par l'intelligence artificielle. Après deux ans de surperformance dominée par cette thématique, les marchés ont commencé à douter d'une rupture possible dans la dynamique de valorisation des acteurs technologiques. Dans ce sillage, les marchés européens et émergents ont affiché des performances supérieures à +5 %, portés par un mouvement de diversification géographique, principalement au détriment des marchés américains et du dollar.

Sur certains segments, des questionnements ont néanmoins émergé dès janvier-février, notamment autour du pricing power des éditeurs de logiciels dans un monde potentiellement transformé par l'intelligence artificielle. Des valeurs emblématiques comme SAP en Europe ou Salesforce aux États-Unis ont subi des corrections significatives, illustrant non pas une dégradation des fondamentaux, mais une réévaluation de la perception de leurs barrières à l'entrée. Le marché, après une phase d'euphorie durant laquelle toute exposition à l'intelligence artificielle était vecteur de performance, entre désormais dans une phase plus discriminante, cherchant à identifier les véritables gagnants et les futurs perdants de cette transformation technologique.

### L'irruption du choc géopolitique en mars

Le basculement intervient début mars avec une escalade brutale des tensions entre les États-Unis et l'Iran. En quelques séances, les marchés financiers ont intégré un nouveau régime d'incertitude, marqué par une remontée rapide de la volatilité et une réintroduction de la prime de risque géopolitique sur l'ensemble des classes d'actifs.

Le point névralgique de ce conflit, sur le plan économique, est le détroit d'Ormuz. Ce couloir maritime concentre près de 20 % des flux mondiaux de pétrole brut. Toute perturbation durable de ce transit entraînerait des répercussions immédiates sur l'inflation mondiale, tout particulièrement en Europe et dans les pays asiatiques, dont la dépendance énergétique demeure structurellement élevée, même si légèrement plus faible qu'en 2022, un travail significatif en zone Euro de diversification des approvisionnements ayant été accompli depuis.

Conséquence directe et spectaculaire : le prix du baril de Brent a progressé de plus de 65 % en l'espace de trois mois. Ce choc d'offre perçu sur l'énergie a redistribué les cartes :

- les valeurs pétrolières et les producteurs de matières premières ont fortement surperformé ;
- les secteurs à forte intensité énergétique (chimie, transport, industrie lourde) ont subi de plein fouet la hausse des coûts ;
- les secteurs à forte cyclicité (banques, automobile, luxe) ont souffert des craintes d'un ralentissement économique ;
- les marchés européens et émergents, plus exposés aux chocs énergétiques, ont corrigé d'environ 10 % depuis leurs sommets de mi-février, effaçant ainsi l'intégralité de leurs gains depuis le début de l'année ;
- les marchés américains ont affiché une résilience plus marquée, portés par la composition de leurs indices, à dominante technologique, perçus comme des paris moins cycliques et toujours soutenus par la mégatendance de l'intelligence artificielle.

Le dollar a retrouvé de la vigueur en qualité de valeur refuge.

Parallèlement, les anticipations de politique monétaire ont été significativement révisées. Alors que les marchés projetaient encore récemment des baisses de taux aux États-Unis et une stabilisation en zone euro, le risque de nouvelles hausses réapparaît, surtout en Europe. Les banques centrales se retrouvent ainsi confrontées à un arbitrage de plus en plus délicat, entre une dynamique de croissance fragilisée et des pressions inflationnistes persistantes.

## Ce que le choc change et ce qu'il ne change pas

### Les effets de court terme : réels mais transitoires

Il serait inexact de minimiser les effets de ce choc sur les portefeuilles. À court terme, plusieurs dynamiques sont à l'œuvre : une volatilité plus élevée sur l'ensemble des marchés financiers, une sensibilité accrue des portefeuilles aux actifs énergétiques et aux matières premières stratégiques, et une révision des anticipations de politique monétaire, avec un risque de scénario plus contraint en Europe en cas de maintien durable de prix de l'énergie élevés. La visibilité sur les trajectoires bénéficiaires des entreprises les plus exposées aux coûts énergétiques ou à la consommation s'en trouve également réduite. À ce stade, les tensions se traduisent principalement par une prime de risque intégrée dans les prix, sans signal de détérioration fondamentale généralisée.

### La résilience historique des marchés face aux crises géopolitiques

Performance lors des crises géopolitiques

● EURO STOXX 50 – 50 plus grandes capitalisations de la zone euro
● S&P 500 – 500 plus grandes capitalisations américaines
Performances en EUR · Dividendes réinvestis

ÉVÉNEMENT	EURO STOXX 50 (SX5E)			S&P 500		
	RECU MAX.	3 MOIS	1 AN	RECU MAX.	3 MOIS	1 AN
Guerre en Irak 20 mars 2003	-5,40%	+18,01%	+32,48%	-5,61%	+3,26%	+11,48%
Annexion de la Crimée 1er mars 2014	-4,57%	+5,36%	+18,52%	-2,75%	+5,24%	+42,45%
Intervention militaire en Syrie 22 septembre 2014	-11,54%	-2,57%	-2,25%	-6,30%	+9,73%	+14,71%
Invasion de l'Ukraine par la Russie 25 février 2022	-15,30%	-5,17%	+9,12%	-10,42%	-3,91%	-1,89%
Guerre Israël-Hamas 7 octobre 2023	-3,10%	+8,09%	+23,48%	-4,43%	+5,76%	+30,68%
MOYENNE	-7,98%	+4,74%	+16,27%	-5,90%	+4,02%	+19,49%

L'analyse d'épisodes géopolitiques majeurs depuis le 20ème siècle, avec un focus ci-dessous sur les années 2000, apporte un éclairage essentiel pour contextualiser la situation actuelle. Ces données confirment un principe constant : les chocs géopolitiques constituent davantage des points de réallocation tactique que des menaces structurelles pour des portefeuilles diversifiés et disciplinés. Les corrections actuelles apparaissent ainsi comme des opportunités, sous réserve d'une absence d'escalade du conflit durable fondamentale généralisée.

## Les moteurs structurels restent intacts

Ce que le conflit ne change pas est, à terme, plus déterminant que ce qu'il modifie à court terme.

Les grandes tendances séculaires qui structurent la croissance mondiale demeurent pleinement opérationnelles :

- Intelligence artificielle et transformation numérique de l'économie
- Vieillesse démographique et croissance des dépenses de santé
- Transition énergétique et électrification des usages (paradoxalement renforcée par la crise actuelle)
- Gestion des ressources rares & des déchets : eau, métaux critiques, économie circulaire

Ces thèmes de long terme peuvent être investis de plusieurs manières : via des stratégies thématiques dédiées ou via des entreprises qui les intègrent structurellement dans leur modèle d'affaires. La saison des résultats récente illustre ce décalage entre le temps court du marché, influencé par le sentiment et les événements exogènes, et le temps long des entreprises, fondé sur la croissance, la génération de cash-flow et l'exécution opérationnelle.

## Marchés obligataires : un point d'inflexion à saisir

### Les moteurs structurels restent intacts

Le choc géopolitique a profondément modifié le contexte dans lequel évoluent les marchés de taux. Avant l'escalade de mars, les anticipations étaient largement orientées vers une normalisation progressive des politiques monétaires : les marchés intégraient plusieurs baisses de taux de la Fed au cours de l'année, et la BCE était attendue en mode de stabilisation après ses ajustements de 2025. Ces projections ont été substantiellement révisées depuis. Nous pouvons néanmoins relever que l'augmentation des taux des banques centrales sont historiquement peu concluantes lorsque l'inflation est due à un choc d'offres énergétique : l'augmentation des taux ne permet pas de faire baisser les prix des matières premières.

La remontée brutale du prix de l'énergie agit comme un choc inflationniste exogène, qui contraint les banques centrales à réviser leurs trajectoires d'assouplissement. Aux États-Unis, la probabilité de baisses de taux en 2026 a significativement diminué. En zone euro, la BCE se trouve dans une position encore plus inconfortable : une inflation importée par la hausse des prix énergétiques coexiste avec un risque de ralentissement économique, rendant tout mouvement de taux difficile à calibrer.

Mécaniquement, cette révision des anticipations a engendré une remontée des rendements obligataires. Le taux à 10 ans américain et le Bund allemand ont progressé, pesant sur les cours des obligations existantes. Sur certaines maturités et sur des obligations de bonne qualité (ex : Investment Grade 2032 notamment), les investisseurs enregistrent depuis le début du conflit des baisses de valorisation pouvant atteindre -2,8 %.

## Des points d'entrée attractifs pour les investisseurs de long terme

Ce mouvement de hausse des rendements doit néanmoins être lu sous un angle différent selon la position de l'investisseur. Pour ceux déjà exposés au marché obligataire, la correction est réelle, mais temporaire dans un scénario de désescalade. Pour les investisseurs actuellement sous-investis, positionnés sur des supports monétaires ou sur des maturités très courtes, cette situation constitue en revanche une opportunité de repositionnement.

Les rendements actuels sur les segments Investment Grade de qualité, notamment sur des maturités de 5 à 10 ans, offrent des niveaux d'entrée que l'on n'observait plus depuis plusieurs années. Le portage embarqué sur ces instruments est désormais attractif, et offre une protection partielle contre la volatilité des prix. Pour les investisseurs capables d'inscrire leur allocation dans la durée, allonger progressivement la maturité du portefeuille obligataire dans une logique d'accumulation de rendement et non de spéculation sur les taux courts constitue une décision structurellement pertinente.

## Risque de taux et risque de crédit : une distinction essentielle

Il convient de distinguer deux types de risques sur les marchés obligataires. Le risque de taux, lié aux mouvements de rendements, est celui qui s'exprime actuellement avec le plus de vigueur. Le risque de crédit (lié à la qualité des émetteurs) reste pour l'instant bien maîtrisé sur les segments Investment Grade, avec des spreads qui ne signalent pas de dégradation systémique. Cette distinction est essentielle pour ne pas confondre une correction de valorisation avec une détérioration fondamentale.

Enfin, les produits structurés avec mécanismes de protection partielle du capital peuvent constituer un vecteur pertinent de réexposition aux marchés obligataires dans ce contexte, en permettant de capter une partie du potentiel haussier des taux tout en limitant la sensibilité aux éventuels pics de volatilité.

## **Actifs privés : liquidité perçue et réalité des fondamentaux**

Les tensions observées récemment aux États-Unis, notamment l'activation de mécanismes de limitation des rachats sur certains véhicules de dette privée, ont suscité des inquiétudes légitimes. Elles appellent néanmoins une lecture nuancée.

Ces mécanismes traduisent avant tout un désalignement entre la liquidité promise aux investisseurs particuliers et la nature intrinsèquement illiquide des actifs sous-jacents. Il s'agit d'un problème de structuration, et non d'un problème de qualité d'actif. Les fonds concernés restent investis dans des actifs performants, générateurs de flux de trésorerie, et n'affichent pas de dégradation fondamentale de leurs portefeuilles.

## Le marché européen de la dette privée : une dynamique bien différente

Le contexte européen se distingue structurellement de la situation américaine. La base d'investisseurs, majoritairement institutionnelle, exige des structurations plus robustes. Les niveaux de levier restent plus modérés, et la discipline des gérants s'est maintenue dans un environnement pourtant complexe.

Sur le segment du « direct lending européen », aucun signe de tension significatif n'est perceptible à ce stade :

- flux d'investissement soutenus vers la classe d'actif ;
- fondamentaux des emprunteurs stables, avec des niveaux de défaut contenus ;
- discipline sur les niveaux de levier, maintenus autour de 4,5x, nettement plus faibles qu'aux États-Unis ;
- exposition sélective au secteur logiciel (entre 10 et 30 % selon les gérants).

Investir en dette privée offre une source de rendement complémentaire attractive, de l'ordre à 4 à 5% de plus que les marchés obligataires cotés (soit 7 à 10% en fonction des typologies et véhicules). Cette prime d'illiquidité est structurellement rémunératrice pour les investisseurs capables d'immobiliser leur capital sur le moyen à long terme. Pour en tirer pleinement parti, une approche sélective et diversifiée reste essentielle, afin de maximiser le rendement tout en limitant les risques spécifiques.

## Actions européennes : vigilance sélective dans un contexte dégradé

La surperformance européenne observée en début d'année a été brutalement interrompue par le choc pétrolier. L'Europe se trouve en première ligne pour trois raisons structurelles : une dépendance énergétique extérieure nettement plus élevée qu'aux États-Unis, une exposition plus directe aux chocs d'offre compte tenu du poids de l'industrie manufacturière dans son tissu économique, et des marges de manœuvre budgétaires et monétaires plus contraintes, la BCE se retrouvant prise en tenaille entre inflation importée et risque de récession.

Dans un scénario de prix de l'énergie durablement élevés, l'impact sur les marges industrielles serait significatif, et les capacités d'action de la BCE resteraient limitées. Ce contexte plaide pour une approche plus sélective sur la zone, en privilégiant les secteurs décorrélés des coûts énergétiques, santé, logiciels non exposés aux ruptures de l'IA, infrastructure réglementée et en réduisant l'exposition aux secteurs à forte intensité énergétique.

## Or : consolidation technique, rôle stratégique préservé

Après avoir touché des points hauts historiques en début d'année, portée par les anticipations d'assouplissement monétaire et la demande des banques centrales des marchés émergents, l'or a amorcé une phase de consolidation technique. Cette correction reflète principalement des ajustements de positionnement et des prises de profits sur positions longues, dans un contexte de révision à la hausse des taux réels de court terme.

Les déterminants structurels du métal précieux demeurent intacts. Il remplit trois fonctions stratégiques dans un portefeuille diversifié : diversification dans un environnement géopolitique structurellement incertain, protection contre les dynamiques d'érosion monétaire et l'inflation par les coûts, et rôle d'actif de réserve alternatif dans un système monétaire international en recomposition.

## Actions européennes : vigilance sélective dans un contexte dégradé

L'environnement actuel, marqué par la volatilité, les rotations sectorielles et des tensions géopolitiques ponctuelles, correspond à une phase d'ajustement et non à une rupture de régime. Le message est clair : les portefeuilles bien diversifiés sont précisément conçus pour traverser ces épisodes sans désorganisation.

### Quatre principes directeurs

Face à l'agitation ambiante, quatre principes continuent de guider l'allocation.

- Le bruit de marché ne constitue pas un signal d'investissement. La volatilité génère des opportunités pour les investisseurs disciplinés.
- Les actifs privés s'inscrivent dans une logique de temps long. Toute approche de timing sur ces supports est structurellement vouée à sous-performer. Les épisodes de tension sur les mécanismes de rachat aux États-Unis rappellent l'importance de bien appréhender la nature illiquide de cette classe d'actif avant d'y investir.
- Les phases de correction sur les actifs cotés constituent des opportunités de s'exposer aux tendances structurelles, à condition d'agir méthodiquement et sans précipitation.
- La remontée des rendements obligataires offre des points d'entrée attractifs pour les investisseurs aujourd'hui peu ou pas investis sur les marchés de taux. Un repositionnement progressif vers des obligations de qualité Investment Grade sur des maturités longues, combiné le cas échéant à des produits structurés avec protection partielle, permet de reconstruire une poche obligataire au rendement embarqué attractif.

La trajectoire du conflit reste incertaine. Ce qui l'est moins, c'est la marche à suivre : saisir les opportunités qui émergent sur les marchés actions et obligataires, renforcer la diversification via les stratégies alternatives, et utiliser des instruments de couverture (ex : produits structurés) pour revenir sur les marchés avec un niveau de protection adapté. Dans un environnement volatil, une allocation de long terme bien construite reste le meilleur ancrage.

# L'OR : UN REFUGE QUI S'ASSUME SUR LE LONG TERME

par Camille Magdelaine & Edouard Lepron

## Un actif aux multiples moteurs

L'or tire sa performance de plusieurs forces structurelles et en tant qu'actif non corrélé aux marchés financiers traditionnels, il répond à plusieurs dynamiques simultanées.

La première est le dollar américain : l'or étant libellé en dollars dans le monde entier, une baisse du billet vert rend l'or mécaniquement moins cher pour les acheteurs en euros, ce qui stimule la demande mondiale et fait monter les prix. L'inverse est également vrai. La deuxième dynamique est celle des taux d'intérêt réels (c'est-à-dire les taux d'intérêt une fois l'inflation déduite) : l'or ne verse ni dividende ni coupon. Lorsque les taux réels sont bas ou négatifs, le coût d'opportunité de détenir de l'or diminue, ce qui le rend plus attractif face aux obligations ou aux liquidités. À l'inverse, des taux réels élevés pénalisent l'or. La troisième dynamique est l'inflation : historiquement, l'or est perçu comme une réserve de valeur face à l'érosion monétaire, lorsque les investisseurs anticipent une hausse des prix durable, ils se tournent vers lui comme protection.

S'y ajoutent des moteurs plus fondamentaux : la demande physique (joaillerie, industrie électronique) et surtout la demande des banques centrales, en progression constante depuis 2007.

## Pourquoi les banques centrales achètent-elles de l'or ?

La demande des banques centrales est devenue l'un des piliers du marché de l'or. En 2025, elles ont acheté collectivement 4 000 tonnes du métal jaune, là où elles en vendaient autant en 2008. Ce renversement spectaculaire traduit plusieurs motivations profondes.

D'abord, la diversification des réserves de change : les banques centrales, notamment celles des pays émergents (Chine, Inde, Pologne, Turquie...), cherchent à réduire leur dépendance au dollar américain dans leurs réserves. L'or, qui n'est la dette d'aucun État et ne peut être gelé ou saisi par une puissance étrangère, représente une alternative souveraine et neutre. Ensuite, la méfiance vis-à-vis des monnaies fiduciaires s'est accentuée après les épisodes de création monétaire massive (2008, 2020) : l'or est perçu comme un ancrage de confiance dans un système monétaire international en mutation. Enfin, le gel des réserves russes en dollars après l'invasion de l'Ukraine en 2022 a constitué un signal fort pour de nombreux pays : détenir des actifs en or physique, stocké sur son propre territoire, offre une garantie d'indépendance qu'aucun actif financier ne peut pleinement assurer.

**LE SAVIEZ-VOUS : POURQUOI PARLE-T-ON D'ONCES ET NON DE KILOGRAMMES ?**

→ L'or se cote en onces troy (environ 31,1 grammes), une unité héritée du commerce médiéval des métaux précieux, standardisée par les marchés de Londres et New York au XIXe siècle. Elle reste aujourd'hui l'unité de référence universelle, garantissant la comparabilité des prix à l'échelle mondiale.

**UN PARCOURS HISTORIQUE REMARQUABLE**

→ Sur le long terme, l'or a démontré sa capacité à préserver la valeur réelle du patrimoine. Des crises des années 1970 à la grande crise financière de 2008, en passant par la décennie 2010-2020, le métal jaune a alterné phases de consolidation et puissants rallyes haussiers.

**2025 : une année exceptionnelle pour l'or**

L'année 2025 a été particulièrement remarquable pour le métal jaune. Plusieurs facteurs se sont combinés pour propulser les cours à des niveaux historiques. La persistance des incertitudes géopolitiques (tensions en Ukraine, au Moyen-Orient, entre les États-Unis et la Chine) a entretenu une demande soutenue de valeurs refuge. La fragilisation du dollar, dans un contexte de déficits budgétaires américains records et d'interrogations sur la trajectoire de la dette publique américaine, a mécaniquement soutenu les cours. Les banques centrales ont maintenu un rythme d'achats historiquement élevé. Enfin, les craintes de stagflation (croissance molle combinée à une inflation persistante) ont rappelé que l'or avait été l'un des rares actifs à bien se comporter dans les années 1970, dernier grand épisode de ce type. Ce cocktail a conduit l'or à toucher un record historique de 5 594,82 dollars l'once le 29 janvier 2026, illustrant une décennie de réévaluation profonde de sa place dans les portefeuilles.

Malgré le repli récent des marchés, l'or reste en hausse d'environ 2% depuis le début de l'année 2026 (au 23/03/2026), en USD.

**Iran : quand la mécanique de marché prend le dessus**

L'épisode récent du conflit en Iran offre un cas d'école particulièrement instructif. Contrairement au réflexe habituel, entre la fermeture des marchés le 27 février 2026 et le 23 mars, l'or est passé de 5 278 à 4 418 dollars l'once, soit une baisse de près de 16% en un peu plus de trois semaines. Plusieurs mécanismes expliquent cette apparente anomalie.

Premièrement, le rebond du dollar américain, qui joue lui aussi le rôle de valeur refuge en période de tensions, a rendu mécaniquement l'or plus cher pour les détenteurs d'autres devises,

freinant la demande. Deuxièmement, la hausse des cours du pétrole a fait rebondir les taux longs américains d'environ 0,30%, les investisseurs craignant que les tensions énergétiques ne retardent les baisses de taux de la Fed. Troisièmement, les fonds, assis sur d'importantes plus-values, ont vendu leur or pour dégager des liquidités et couvrir leurs positions sur des marchés actions devenus plus volatils. Enfin, le risque géopolitique avait déjà été largement anticipé dans les cours : lorsqu'il se matérialise, les investisseurs peuvent décider de couper leurs positions, c'est le classique « sell the news ».

## Pourquoi l'or a sa place dans une allocation ?

Ces épisodes de court terme ne remettent pas en cause la pertinence structurelle de l'or dans une allocation diversifiée. Sa faible corrélation (proche de 0 sur une longue période) avec les actions et les obligations en fait un outil de diversification efficace. Et les moteurs structurels (coûts de la transition énergétique, relocalisation des chaînes d'approvisionnement, dépenses de défense, pressions démographiques) renforcent son rôle de réserve de valeur à long terme.

Sur la question de la liquidité et des niveaux actuels, il convient toutefois de nuancer selon la façon dont on détient l'or :

En direct (lingots ou pièces physiques), l'investisseur bénéficie d'une propriété pleine et entière, sans risque de contrepartie. C'est la forme la plus « pure » de détention. En revanche, les coûts de stockage et d'assurance sont réels, la liquidité immédiate est moindre (revente via un intermédiaire spécialisé), et les frais d'entrée/sortie peuvent être élevés pour de petits montants.

→ **Via un ETC (Exchange Traded Commodity) adossé à de l'or physique**, la liquidité est améliorée, on achète et vend en bourse comme une action, avec des frais de gestion faibles. C'est la solution la plus accessible et la plus efficiente pour la grande majorité des investisseurs. Cette solution est néanmoins éligible sur des enveloppes spécifiques comme l'assurance vie luxembourgeoise ou le compte-titres.

→ **Via des actions de sociétés minières**, on bénéficie d'un effet de levier sur le prix de l'or (une hausse de l'or amplifie les bénéfices des minières), ainsi que de dividendes potentiels. Mais cette exposition introduit des risques spécifiques supplémentaires : qualité du management, risques opérationnels, exposition géopolitique des pays d'extraction, structure de coûts. Les minières peuvent sous-performer l'or lui-même dans certaines configurations de marché.

L'or reste un élément structurel lorsqu'il peut être intégré dans une allocation. Sa capacité à absorber les chocs de long terme, déséquilibres monétaires, fragmentation géopolitique, érosion de la confiance dans les monnaies fiduciaires, en fait bien plus qu'un simple actif de crise. Les phases de correction, comme celle traversée lors du conflit en Iran, rappellent qu'il obéit aussi aux lois du marché à court terme. Elles constituent néanmoins, pour l'investisseur patient et discipliné, des points d'entrée plutôt que des signaux de sortie.

DISCUSSION

# LE LOGICIEL EST-IL MENACÉ PAR L'IA ? COMMENT LES FONDS DE PRIVATE EQUITY S'ADAPTENT ?

## Parole d'expert — Serena prend la parole à nos côtés

par Olivier Martret & Stéphanie Nizard  
et Yohann Derbyshire

### Qui est Serena ?

Serena est un fonds d'investissement européen indépendant de référence, dédié aux entrepreneurs qui façonnent un monde meilleur grâce à l'innovation et à la technologie.

En tant qu'entreprise à mission, avec 1 milliard d'euros levés, Serena investit avec une vision à long terme, en accompagnant des entreprises exceptionnelles depuis leur création jusqu'à leur expansion mondiale, dans des technologies de rupture (IA, Software infrastructure) et des secteurs en pleine transition critique (énergie, impact).

Portée par un ADN entrepreneurial, Serena s'appuie sur des équipes agiles et réactives, combinant expérience opérationnelle, sens stratégique et expertise sectorielle.

Sa plateforme opérationnelle intégrée, la plus large d'Europe, offre aux fondateurs un véritable levier pour bâtir des leaders durables dans leur catégorie.

Parmi ses success stories figurent Dataiku, Malt, The Fork, Electra, Descartes Underwriting et Wecasa

### 1. Concrètement, qu'est-ce qui a changé pour le secteur du logiciel ces derniers mois ?

En quelques semaines seulement, la publication de nouvelles versions d'outils d'intelligence artificielle a suffi à effacer près de 285 milliards de dollars de capitalisation boursière sur les valeurs logicielles cotées. Des sociétés comme Thomson Reuters, Morningstar ou LegalZoom ont été durement touchées, car leur modèle reposait sur de la recherche, de la documentation et du conseil — des services que l'IA peut désormais reproduire en partie de manière autonome. Ce n'est pas une crise passagère : c'est le début d'une transformation profonde de la façon dont la valeur se crée dans le secteur logiciel.



**Olivier MARTRET**  
Partner Serena  
**serena**

## **2. Pourquoi les startups SaaS, pourtant en pleine croissance il y a peu, ralentissent-elles autant ?**

Les startups SaaS — ces entreprises qui vendent leurs logiciels sous forme d'abonnement en ligne — connaissent un net coup de frein. Celles qui dépassent 10 millions d'euros de revenus annuels récurrents affichent aujourd'hui une croissance moyenne de 23 % par an, contre plus de 60 % il y a quelques années. Plusieurs facteurs expliquent ce ralentissement : les entreprises réduisent leurs budgets logiciels, les cycles de vente s'allongent, et de nouveaux acteurs nativement construits autour de l'IA arrivent avec des offres plus compétitives. Le marché se rééquilibre, et les modèles historiques doivent se réinventer.

## **3. Qu'appelle-t-on le "SaaSocalypse" et faut-il s'en inquiéter ?**

Le terme "SaaSocalypse" désigne ce réétalonnage brutal de la valeur dans la couche logicielle intermédiaire — celle des tableaux de bord, des workflows et des interfaces standardisées. Ces outils, souvent construits sur des données banalisées, peuvent aujourd'hui être recréés en quelques jours par l'IA. En revanche, deux niveaux résistent bien : les modèles d'IA eux-mêmes (qui captent une valeur croissante) et les systèmes détenant des données propriétaires uniques. Pour un investisseur, cela signifie qu'il faut désormais distinguer les logiciels véritablement différenciants de ceux qui ne font qu'habiller des fonctions que l'IA remplace.

## **4. Comment Serena analyse-t-elle la solidité de ses participations face à ce choc ?**

Serena a conduit une revue systématique de chaque société de son portefeuille selon cinq critères clés : la possession de données propriétaires que l'IA ne peut pas reproduire, le degré d'intégration dans les systèmes critiques des clients (ERP, paiement, infrastructure), la capacité à générer des marges brutes élevées (idéalement entre 70 et 80 %), la profondeur des relations clients et la réputation construite dans la durée, et enfin la flexibilité du modèle de facturation — notamment la capacité à basculer d'un abonnement fixe vers une facturation à la performance. Ce dernier point est stratégique : le budget "services" des entreprises est jusqu'à six fois supérieur à leur budget logiciel.

## **5. Quelles sociétés du portefeuille sont considérées comme bien positionnées, et pourquoi ?**

Serena identifie un premier groupe de sociétés dites "structurellement résilientes", dont la valeur repose sur des actifs qu'un modèle d'IA généraliste ne peut pas facilement copier. C'est le cas de Pelico, profondément intégrée dans les systèmes ERP d'Airbus et Safran, ou de DeepIP, dont les modèles sont entraînés sur l'expertise pointue de praticiens en propriété intellectuelle. Lifen, qui aide les soignants à prendre de meilleures décisions médicales, bénéficie même directement des progrès de l'IA. Ces sociétés partagent un point commun : elles s'appuient sur des données ou des relations que personne d'autre ne peut détenir.

## **6. Certaines sociétés sont-elles en difficulté, et comment le fonds les accompagne-t-il ?**

Sur 88 sociétés en portefeuille, Serena a identifié 6 sociétés davantage exposées. Pour ces sociétés, l'enjeu n'est pas tant la trésorerie immédiate que la capacité à trouver un ancrage défensif avant que la pression concurrentielle ne s'intensifie. Un groupe intermédiaire — dit "en transition contrôlée" — dispose d'atouts différenciants mais doit réussir son évolution dans les 18 à 36 prochains mois. Serena travaille activement avec ces équipes sur leur stratégie produit, leurs marges et leur modèle de prix.

## **7. Concrètement, que fait Serena pour aider ses participations à traverser cette transformation ?**

L'accompagnement s'articule autour de trois axes. D'abord, une acculturation stratégique à l'IA : depuis début 2025, 28 ateliers ont été organisés pour les équipes dirigeantes, portant sur des sujets aussi variés que l'intégration de l'IA dans les équipes produit, les nouvelles méthodes de développement ou encore l'évolution des modèles de facturation. Ensuite, un soutien au recrutement de talents tech : en 2025, Serena a directement piloté le recrutement de 25 % des postes clés du portefeuille. Enfin, un outil interne appelé Serena GPT a été lancé en janvier 2026 pour donner aux dirigeants un accès instantané aux ressources opérationnelles du fonds.

## **8. En tant qu'investisseur, quelle est la conviction de Serena pour les prochaines années ?**

Malgré les turbulences, Serena maintient une conviction forte sur le logiciel et la tech européenne. Le fonds a d'ores et déjà revu à la baisse les valorisations des participations les plus exposées, sans attendre. Sur le fond, la transformation en cours est vue comme une opportunité de séparer les vrais leaders — ceux qui détiennent des données uniques, des relations profondes et une capacité à facturer la valeur réellement créée — des modèles plus fragiles. La priorité est donnée à quatre impératifs : assurer une trésorerie suffisante, atteindre l'équilibre opérationnel si nécessaire, tirer parti de l'IA, et préparer les stratégies de sortie.

# DON MANUEL : COMMENT TRANSMETTRE EN TOUTE SÉCURITÉ ?

par Astrid Munet & Laurence Bac

En matière de transmission patrimoniale, le don manuel est souvent privilégié pour sa simplicité de mise en œuvre puisqu'à l'inverse de la donation entre vifs qui nécessite un acte authentique, il se matérialise par la simple remise matérielle du bien.

En ce sens, il se rapproche du **présent d'usage** qui désigne un cadeau offert à l'occasion d'un événement familial ou social (mariage, diplôme, anniversaire, etc.) qui lui aussi n'est soumis à aucun formalisme dans son exécution.

Mais si le présent d'usage échappe aux droits de mutation et n'est pas rapportable à la succession, tel n'est pas le cas pour le don manuel qui reste soumis au régime des libéralités sur le plan fiscal et civil... d'où l'intérêt d'avoir en tête certaines précautions avant de le mettre en œuvre.

## I. Objet d'un don manuel

Un don manuel ne peut concerner que des biens susceptibles de faire l'objet d'une « tradition réelle », c'est-à-dire d'une remise de la main à la main, tels que les biens mobiliers corporels (meubles, argent, objets d'art, voiture, etc.) et certains biens mobiliers incorporels (actions, titres au porteur et cryptomonnaies).

A l'inverse, les biens immobiliers et certains biens mobiliers incorporels dont la transmission nécessite l'accomplissement d'une formalité (comptes courants d'associés, contrats de capitalisation, fonds de commerce, parts sociales, etc.) ne peuvent pas faire l'objet d'un don manuel.

À cet égard, la Cour de cassation a récemment rappelé dans un arrêt du 11 février 2026 (Cass. civ. 1re, 11 févr. 2026, n° 24-18.103) que **les parts sociales d'une SARL ne pouvaient juridiquement pas faire l'objet d'un don manuel**, faute de remise matérielle possible (contrairement aux actions de SA ou de SAS, dont le transfert s'effectue par inscription en compte).

Il est donc recommandé de réexaminer les donations de parts sociales qui n'auraient pas fait l'objet d'un acte notarié.

Enfin, un don manuel peut porter sur un **droit démembré** (usufruit ou nue-propriété) sous réserve d'en préciser les modalités pratiques dans un pacte adjoint.

## II. Précautions en matière fiscale

Les dons manuels sont sujets aux droits d'enregistrement de mutation à titre gratuit dans 4 situations :

- Lorsqu'ils sont révélés à l'administration fiscale par le donataire (spontanément ou non),
- Lorsqu'ils font l'objet d'une reconnaissance judiciaire,
- Lorsqu'ils sont constatés dans un acte soumis à la formalité de l'enregistrement renfermant leur déclaration par le donataire ou ses représentants,
- Lors d'une nouvelle transmission à titre gratuit (donation ou succession) en vertu de l'obligation de rapport des donations antérieures.

**Bien qu'un don manuel puisse être révélé jusqu'au décès du donateur, il est recommandé de procéder à sa déclaration au plus tôt afin de faire courir le délai de rappel fiscal (15 ans).**

Les droits sont calculés sur **la valeur du don manuel à la date de sa révélation ou, si elle est supérieure, sur sa valeur à la date de la donation** et doivent être payés dans le mois suivant la révélation du don à l'administration fiscale.

Les dons manuels supérieurs à **15 000 €** peuvent, sur option du donataire, être déclarés à l'administration fiscale et les droits de donation payés **dans le mois suivant le décès du donateur**. En ce cas, la valeur taxable, le tarif et les abattements sont ceux au jour de déclaration.

Les dons manuels bénéficient des abattements classiques selon le lien de parenté (art. 779 du CGI) ainsi que de l'abattement spécifique de 31 865 € applicable aux dons familiaux de sommes d'argent en pleine-propriété consenti par un donateur âgé de moins de 80 ans à son enfant/petit-enfant/à défaut neveu ou nièce majeur (art. 790 G du CGI) sous réserve que le **don soit déclaré dans le mois suivant le transfert d'argent**.

A noter que la loi de finances pour 2025 a introduit un abattement exceptionnel en vigueur jusqu'au 31 décembre 2026 (art 790 A bis du CGI) aux termes duquel les dons en numéraire jusqu'à 100 000 € sont exonérés de droits de mutation sous la condition que les fonds soient affectés à l'acquisition, la construction ou la rénovation d'une résidence principale.

Depuis le 1er janvier 2026, la déclaration des dons manuels doit en principe être effectuée par voie **dématérialisée** via l'espace « Finances publiques », le recours au formulaire papier n°2735 n'étant plus admis que dans des cas limités (notamment les biens soumis à taxation à l'étranger ou les biens bénéficiant du régime fiscal de faveur Dutreil).

Enfin, au-delà des considérations fiscales, le don manuel soulève également des enjeux d'ordre civil.

### **III. Précautions en matière civile**

Le don manuel est soumis au régime civil des libéralités (rapport et réduction notamment) dont les conséquences peuvent être difficiles à appréhender pour les parties profanes en la matière.

Ainsi, un **don de somme d'argent** sera rapportable pour sa valeur nominale sauf à ce que la somme ait été utilisée pour acquérir d'autres actifs, auquel cas le montant du rapport se fera en tenant compte des emplois effectués. Cette situation peut présenter des inconvénients si le donateur a plusieurs enfants soit parce que tous n'ont pas été gratifiés soit parce que l'ayant tous été, ils n'auront pas investi ces sommes de la même manière.

Cette situation peut s'avérer encore plus délicate si **le don manuel porte sur des actions** dans le cadre d'une transmission d'entreprise, notamment lorsqu'une partie des enfants seulement reçoit les titres. L'absence de fixité des valeurs au jour de la transmission pourrait se révéler extrêmement fâcheuse et mettre à mal toute l'anticipation souhaitée par le chef d'entreprise.

Informées, les parties peuvent décider d'aménager ces règles liquidatives et de les compléter par des conditions ou charges au moyen d'un pacte adjoint. Celui-ci pourra par exemple prévoir **une clause de rapport forfaitaire** voire **une clause de dispense de rapport**. Des calculs liquidatifs préalables seront nécessaires afin de s'assurer que ces aménagements ne soient pas susceptibles d'être remis en cause.

Est-il possible d'aller plus loin et de prévoir **un don manuel partage** dont les effets seraient similaires à celui de la donation-partage et notamment, sous réserve que tous les héritiers aient été allotis, une absence de rapport des biens donnés à l'ouverture de la succession et une fixité des valeurs transmises au jour de la réalisation du don (article 1078 du Code civil) ?

**Cette solution doit être envisagée avec précaution** puisque la Cour de cassation, même si elle ne s'est pas clairement exprimée sur le sujet, affirme régulièrement que la donation-partage ne peut résulter que d'un acte authentique (Cass. 1<sup>re</sup> civ., 3 janvier 2006, n° 02-17.656).

La question a été posée au garde des Sceaux mais n'a pas encore eu de réponse à ce jour (question n° 42378 du 09 nov. 2021 posée par M. Patrick VIGNAL).

**Dans ce contexte, l'accompagnement par un professionnel restera fortement recommandé pour que la transmission puisse avoir lieu en toute sécurité.**

**CARAT CAPITAL : L'ARCHITECTURE FINANCIÈRE  
AU SERVICE DE VOS AMBITIONS.**

UNE EXPERTISE SUR-MESURE ET ENGAGÉE  
POUR STRUCTURER VOTRE PATRIMOINE DURABLEMENT.

*TEL. : +33 01 42 94 66 78*

*MAIL : CONTACT@CARATCAPITAL.FR*

**CARAT** CAPITAL