

ANNEXE 1

CE QUE LE CYCLE 2025 CHANGE POUR LES CGP

Depuis 2022, la lecture du risque a changé. Pour un investisseur privé, l'enjeu n'est pas seulement d'accéder au non coté, mais de l'intégrer dans une trajectoire patrimoniale cohérente. La bonne question n'est plus uniquement quel fonds est bon, mais quel fonds est compatible avec des flux, des horizons et un calendrier de vie.

Trois conséquences opérationnelles s'imposent. D'abord, la pédagogie doit basculer de la seule promesse de performance vers la mécanique de liquidité : distributions, durées de détention, conditions de sortie. Ensuite, la construction d'allocation doit intégrer un budget d'illiquidité explicite : combien de capital peut rester immobilisé, combien de temps, et avec quel degré d'incertitude. Enfin, le suivi devient central : les périodes de blocage ne sont pas des anomalies, mais des phases normales de cycle.

Passer du produit à l'allocation

L'accès à de bons gérants reste nécessaire, mais il ne suffit plus. Le cœur du sujet devient la cohérence d'ensemble : raisonner vintage par vintage, organiser le rythme d'engagement, et combiner plusieurs moteurs de performance. Dans la pratique, cela revient à diversifier les points d'entrée dans le temps, à équilibrer création de valeur, portage et stabilisation, et à utiliser des formats complémentaires, fonds fermés, evergreen et solutions de liquidité.

Recentrer la discussion sur les flux

IRR et TVPI restent utiles, mais ils ne disent pas tout lorsque les sorties ralentissent. Dans un cycle de liquidité contrainte, la question structurante devient combien de cash revient et quand. Un TVPI élevé peut rester une valorisation sur papier si les distributions tardent. Un IRR peut varier fortement car il dépend du timing. Le DPI, c'est-à-dire le cash effectivement distribué, redevient l'indicateur le plus concret pour l'investisseur privé.

Elargissement de l'offre au-delà du LBO

Après une première vague de démocratisation centrée sur le LBO, l'offre accessible aux particuliers s'élargit. Dette privée, infrastructures, secondaries, co-investissements et stratégies de croissance enrichissent progressivement le champ des allocations privées. Le sujet n'est plus une porte d'entrée unique, mais une construction multi-briques, plus proche d'une classe d'actifs complète.

Sélection des gérants : la dispersion redevient le vrai risque

Dans un environnement moins porteur, la dispersion entre gérants redevient déterminante. Discipline à l'entrée, exécution opérationnelle, structure de financement, gestion des sorties et gouvernance font la différence. Cela impose des méthodes de sélection plus exigeantes : lecture par millésimes, track-record replacé dans le cycle, niveau de levier, structure de frais, qualité de reporting et gestion des risques.

ANNEXE 2

TABLE DE LECTURE : RÔLE, PROMESSE, RISQUE, LIQUIDITÉ
(APPROCHE PATRIMONIALE)

Brique	Rôle dans l'allocation	Promesse principale	Risque dominant (cycle 2025)	Liquidité (réalité)
Private equity (LBO / growth)	Création de valeur long terme	Croissance de la valeur via amélioration opérationnelle + discipline d'entrée/sortie	Risque de calendrier (exits), refinancement, dispersion gérants / secteurs	Illiquide : distributions dépendantes des exits
Venture capital	Option de croissance / innovation	Upside potentiellement élevé	Correction valorisations, sorties rares, dispersion extrême	Illiquide, liquidité la plus contrainte
Dette privée (direct lending)	Portage + visibilité des flux	Rendement contractuel indexé taux variables + seniorité	Underwriting, défauts en hausse mais contenus, concentrations	Illiquide mais flux plus prévisibles (intérêts)
Infra / infrastructures	Stabilisation + revenus	Revenus contractuels, actifs essentiels, parfois indexés inflation	Risque opérationnel / réglementaire, sélection projets	Illiquide, mais profil plus régulier
Secondaries	Outil de liquidité / optimisation	Liquidité organisée + visibilité sur actifs	Décote, complexité, alignement GP-led	Plus liquide que primaires, mais dépend du marché
Evergreen / semi-liquides	Expérience investisseur plus fluide	Entrées / sorties modulées + valorisations fréquentes	Liquidité conditionnelle (gates), ALM, valorisation	Conditionnelle, plafonnée, non garantie
Co-investissements	Transparence + frais réduits	Exposition à un actif identifié, déploiement rapide	Concentration du risque, sélection deal	Illiquide; dépend du sous-jacent
Actifs décorrélés (litigation, royalties, IP)	Satellite de diversification	Moteurs spécifiques, corrélation faible	Maturité variable, valorisation complexe	Souvent illiquide, hétérogène

Lecture : tableau construit à partir des logiques décrites dans l'étude Horizon (2025). Il ne remplace pas l'analyse produit par produit, mais fournit une grille d'allocation adaptée à l'enjeu central du cycle : la liquidité.

ANNEXE 3

CHECK-LIST DE DUE DILIGENCE (CGP / INVESTISSEUR PRIVÉ)

Structure du véhicule

Fonds fermé, evergreen, ELTIF, feeder, fonds de fonds. Qui décide de quoi, et à quel niveau se situent les contraintes ?

Modalités de rachat

Fréquence, préavis, mécanismes de limitation, gates, priorités de traitement, possibilité de suspension. Existe-t-il un historique d'utilisation ?

Gestion de la liquidité

Poche de trésorerie, lignes de crédit, ventes d'actifs, recours aux secondaires. Qu'est-ce qui finance les rachats en pratique ?

Valorisation

Méthode, fréquence, gouvernance (comité, tiers), usage de comparables. Pour les evergreen, mécanismes de protection en cas d'entrées/sorties à des valeurs différentes.

Alignement d'intérêts

Engagement du gérant, structure de rémunération, politique de co-investissement, gestion des conflits, politique de valorisation, clauses clés de gouvernance.

Frais

Gestion, performance, carried interest, frais d'entrée/sortie, coûts de structuration, frais sous-jacents (fonds de fonds), coûts de transaction.

Calendrier et distributions

Durée cible, courbe de déploiement, profil attendu des distributions, dépendance aux sorties, refinancements ou marché secondaire.

Risque de financement

Levier au niveau des actifs et du véhicule, sensibilité aux taux, maturités, covenants, risques de refinancement.

Exposition sectorielle

Concentration, cyclicité, sensibilité aux marges et au coût du capital. Quels secteurs dominent réellement le portefeuille ?

Dette privée, si applicable

Process de sélection, seniorité, protections, documentation, stress tests, clauses clés, concentrations sectorielles, gestion des défauts.

Track record

Lecture par millésime, constance du processus, comportement en stress, notamment 2022–2023, et analyse des pertes.

Alignement d'intérêts

Engagement du gérant, politique de co-investissement, gestion des conflits, rémunération, politique de valorisation.

Reporting

Fréquence, niveau de transparence, lisibilité des moteurs de performance, explication de la liquidité en conditions réelles, qualité du suivi.

ANNEXE 4

FAQ

Pourquoi les distributions ont-elles chuté alors que les NAV restent relativement stables ?

Parce que le point de blocage vient d'abord des sorties. Tant que les actifs ne sont pas cédés, le cash ne revient pas. Les NAV peuvent résister un temps, mais elles restent des valeurs comptables tant qu'elles ne se transforment pas en distributions.

La dette privée est-elle préférable au private equity en 2025 ?

Il n'y a pas de hiérarchie universelle. La dette privée apporte du portage et une meilleure visibilité des flux. Le private equity conserve un potentiel de création de valeur à long terme, mais il impose une gestion plus attentive du calendrier, des durées de détention et des trajectoires de sortie. Les deux briques se complètent plus qu'elles ne se substituent.

Les fonds evergreen rendent-ils le non coté liquide ?

Non. Ils organisent une liquidité encadrée et conditionnelle, avec des plafonds et des mécanismes de protection. Ces mécanismes existent précisément parce que les actifs sous-jacents restent illiquides.

Les secondaries sont-ils une solution simple pour récupérer du cash ?

Ils peuvent accélérer une sortie ou aider à rééquilibrer une allocation, mais ce n'est pas une solution sans coût. Selon le contexte, cela peut impliquer une décote, des délais et une complexité plus élevée. C'est un outil de pilotage, pas une garantie.

Que change ELTIF 2.0 pour un investisseur particulier ?

Le cadre facilite l'accès, notamment avec la suppression du ticket minimum réglementaire de 10 000 euros et un univers d'investissement plus large. En revanche, la complexité, les risques et l'illiquidité ne disparaissent pas. La sélection des véhicules, la compréhension des mécanismes de liquidité et la pédagogie restent déterminantes.

ANNEXE 5

MÉCANIQUE DU BLOCAGE DE LIQUIDITÉ : CE QUI S'EST RÉELLEMENT GRIPPÉ

Entre 2022 et 2025, le blocage observé sur les marchés privés ne vient pas d'abord d'un effondrement généralisé de la valeur, mais d'une raréfaction des événements de sortie. La nuance est essentielle : tant qu'un actif n'est pas cédé, la valeur ne se transforme pas en cash. Or, dans le cycle précédent, une partie de la performance s'appuyait aussi sur la fluidité des sorties, qu'elles soient réalisées auprès d'un autre sponsor, d'un industriel ou via une introduction en bourse.

Trois mécanismes se sont enchaînés. D'abord, la hausse du coût de la dette a rendu de nombreuses transactions plus difficiles à financer, donc moins fréquentes. Ensuite, l'ajustement des multiples a réduit la capacité à vendre aux prix attendus, créant un écart entre les attentes des vendeurs et celles des acheteurs. Enfin, la prudence des acquéreurs, stratégiques comme financiers, a allongé les processus et renforcé la sélectivité. Le résultat est mécanique : les exits ralentissent, les actifs sont conservés plus longtemps, et les distributions se contractent, même lorsque les NAV restent relativement stables.

Sur le plan patrimonial, cette situation produit un effet souvent mal anticipé. Une allocation privée peut devenir sur-allouée non pas parce que l'investisseur a surinvesti, mais parce que le reste du portefeuille se réajuste plus vite alors que le non coté se dégonfle plus lentement que prévu. C'est l'un des moteurs de la montée en puissance des stratégies secondaires et de l'intérêt pour des formats plus flexibles, qui permettent de piloter le temps long avec davantage d'options.

ANNEXE 6

POURQUOI LE MID-MARKET EUROPÉEN RÉSISTE SOUVENT MIEUX QUE LE LARGE CAP

Le marché européen est historiquement plus orienté mid-market, avec un usage du levier en moyenne plus prudent. En phase d'expansion, ce profil peut sembler moins spectaculaire, avec des multiples d'entrée plus mesurés et des trajectoires moins dépendantes d'une revalorisation rapide. En phase de normalisation, il devient un avantage structurel : les besoins de refinancement sont souvent plus gérables, et les options de sortie plus diversifiées, entre acquéreurs industriels, mouvements de consolidation sectorielle et sponsors de taille intermédiaire.

Ce n'est pas une garantie de performance, mais une explication de résilience relative. Le point clé reste la discipline : en 2025, une part importante de l'activité se concentre sur des dossiers offrant une visibilité opérationnelle, des cash-flows récurrents et des leviers de création de valeur identifiables. Cette sélectivité réduit les volumes, mais elle tend à améliorer la qualité moyenne des transactions réalisées.

ANNEXE 7

EVERGREEN : L'ENJEU RÉEL EST LA GESTION ACTIF-PASSIF (ALM)

L'evergreen ne transforme pas des actifs illiquides en actifs liquides ; il organise une liquidité encadrée. La variable clé est la gestion actif-passif. Si le véhicule propose des rachats périodiques, il doit pouvoir les absorber via des poches de liquidité, comme la trésorerie, des lignes de crédit, une poche d'actifs plus liquides, ou des cessions sur le marché secondaire. À défaut, il doit s'appuyer sur des mécanismes de régulation, comme des plafonds de rachat, des priorités de traitement ou des suspensions.

Pour un investisseur privé, le bon réflexe n'est pas de demander si c'est liquide, mais dans quelles conditions la liquidité est accordée, et ce qui se passe si les demandes de rachat augmentent fortement. Les points de vigilance sont alors des conditions de base : politique de rachat, méthode de valorisation, mécanismes de protection entre entrants et sortants, part d'actifs liquides, usage des lignes de crédit, transparence des frais et qualité du reporting.

Si tu veux, je peux te proposer une mini check-list evergreen en 6 questions, à intégrer juste après ce paragraphe.

ANNEXE 8

SECONDARIES : LP-LED VS GP-LED, POURQUOI LA NUANCE COMPTE

On distingue deux grandes familles. Les transactions LP-led correspondent à la vente par un investisseur d'une position existante, le plus souvent pour rééquilibrer son allocation ou retrouver du cash. Les transactions GP-led sont initiées par le gérant et prennent la forme d'une restructuration, par exemple via un véhicule de continuation, une prolongation de détention ou une recomposition d'actifs. Les deux répondent à la même contrainte, gérer le temps, mais elles n'impliquent pas les mêmes enjeux d'alignement.

Dans une opération GP-led, l'investisseur doit surtout analyser l'objectif et l'intérêt économique de l'opération : s'agit-il de prolonger un actif faute de fenêtre de sortie, d'offrir une liquidité à certains investisseurs, de cristalliser une partie de la valeur, ou de recomposer un portefeuille. Ces opérations peuvent être pertinentes, mais elles exigent une lecture attentive des conflits potentiels, de la qualité du prix de transfert, des conditions proposées aux investisseurs et de la gouvernance

ANNEXE 9

GLOSSAIRE

- **Dry powder** : Capital engagé et non encore investi (souvent aussi non encore appelé). Reflète la capacité d'investissement disponible
- **Vintage** : Millésime d'un fonds, généralement l'année de début d'investissement. Sert à comparer des fonds dans un même contexte de marché
- **Exit** : Événement de sortie : cession à un industriel, revente à un sponsor, introduction en bourse, etc. Conditionne les distributions
- **IRR** : Taux de rendement interne, annualisé, qui dépend fortement du calendrier des flux (investissements et distributions)
- **J-Curve** : Profil typique des fonds fermés : performance négative au début (frais, déploiement), puis remontée à mesure que les actifs mûrissent et que les sorties se réalisent
- **DPI** : Distributions / Paid-In : cash effectivement distribué aux investisseurs, rapporté au capital versé
- **RVPI** : Residual Value / Paid-In : valeur résiduelle (non réalisée) rapportée au capital versé.
- **TVPI** : Total Value / Paid-In : valeur totale (distributions + valeur résiduelle) rapportée au capital versé. Égal à DPI + RVPI
- **NAV** : Net Asset Value : valeur nette des actifs du fonds, déterminée selon des méthodes de valorisation
- **Over-allocation** : Situation où la part du non coté dans le patrimoine devient trop élevée, souvent parce que les sorties ralentissent ou que les autres actifs se réajustent plus vite
- **Continuation vehicle** : Véhicule de continuation : structure créée pour prolonger la détention d'un ou plusieurs actifs au-delà de la durée initiale du fonds, avec une option de liquidité pour certains investisseurs
- **LP-led** : Transaction secondaire initiée par un investisseur (LP) qui vend une position existante
- **GP-led** : Transaction secondaire initiée par le gérant (GP), souvent via une restructuration ou un véhicule de continuation
- **Unitranche** : Dette unique combinant plusieurs tranches de financement, souvent utilisée sur des opérations de buyout mid-market
- **Covenants** : Clauses de protection du prêteur : ratios financiers, restrictions, événements déclencheurs
- **ALM** : Asset-Liability Management : gestion actif-passif, particulièrement importante pour les formats evergreen et semi-liquides

ANNEXE 10

PLAN D'ACTION CGP : TRADUIRE 2025 EN DÉCISIONS CONCRÈTES

L'objectif est de passer d'un constat de cycle à des décisions simples, applicables sans surpromesse.

Commencer par les flux

Recenser les appels de capitaux attendus, les distributions observées, et les besoins de liquidité du client. Dans un cycle où le cash revient plus lentement, cette cartographie pèse autant que la sélection des fonds.

Définir un budget d'illiquidité

Fixer en amont la part du patrimoine pouvant rester immobilisée, la durée acceptable, et le degré d'incertitude supportable. Ce budget doit intégrer la réalité du cycle : détentions plus longues et distributions plus faibles.

Structurer l'allocation par rôle

Clarifier la fonction de chaque brique : private equity pour la création de valeur à long terme, dette privée pour le portage et la visibilité, infrastructures pour stabiliser, solutions orientées liquidité comme evergreen et secondaries pour piloter le calendrier.

Diversifier dans le temps

Étaler les engagements par millésime afin d'éviter une concentration du risque de calendrier. Le cycle 2019–2025 illustre le point : des engagements majoritairement réalisés en 2021–2022 exposent mécaniquement davantage aux contraintes de sortie.

Renforcer la pédagogie

Rappeler que l'illiquidité n'est pas un défaut mais une caractéristique, et que les mécanismes de liquidité existent pour encadrer cette caractéristique, pas pour l'annuler.

Mettre à jour les attentes de performance

Expliquer la différence entre indicateurs de valorisation et réalité des flux. IRR et TVPI restent utiles, mais doivent être complétés par une lecture centrée sur le cash, via le DPI et le rythme des distributions.

ANNEXE 11

MINI-CAS PÉDAGOGIQUE (HYPOTHÉTIQUE) : “SUR-ALLOCATION” SANS AVOIR RÉ-INVESTI

Exemple purement illustratif :

Un investisseur vise 30 % de non coté. Entre 2019 et 2021, il s'engage sur plusieurs millésimes et atteint son objectif. En 2022–2023, les sorties ralentissent et les distributions chutent : la poche non cotée ne restitue pas le cash attendu et ne baisse pas en poids. Dans le même temps, la poche cotée se réajuste plus vite et le monétaire redevient attractif. Résultat : le non coté remonte mécaniquement à 38–40 % du patrimoine, sans nouvel investissement, simplement parce que la trajectoire de liquidité ne s'est pas matérialisée.

Dans ce contexte, les outils de pilotage du cycle deviennent utiles : les secondaires pour rééquilibrer et accélérer une sortie, au prix possible d'une décote ; les formats evergreen pour organiser des entrées et des sorties dans un cadre encadré ; la dette privée et les infrastructures pour redonner de la visibilité sur les flux et stabiliser l'allocation.

ANNEXE 12

CE QUE CE CYCLE NOUS APPREND (À GRAVER DANS LE MARBRE)

1.

La liquidité n'est pas un détail technique. C'est une variable stratégique. Le cycle 2022–2025 montre qu'une allocation privée peut afficher de bons indicateurs de performance tout en devenant contraignante en trésorerie lorsque les distributions tardent.

2.

La dispersion redevient la règle. La qualité des gérants, la discipline d'investissement, la sélection sectorielle et la maîtrise du levier font désormais une différence décisive. Dans un environnement de coût du capital plus élevé, le marché ne compense plus les erreurs comme au temps des taux très bas.

3.

La structure du véhicule compte autant que la stratégie. Les formats evergreen et les solutions secondaires ne relèvent pas d'un effet de mode : ce sont des outils de pilotage conçus pour gérer une contrainte réelle, celle du calendrier et de la liquidité.

4.

En gestion patrimoniale, l'objectif n'est pas de maximiser une performance isolée, mais d'optimiser une trajectoire globale dans le temps. Cela passe par une combinaison cohérente de création de valeur, de portage, de stabilisation et de gestion du calendrier des sorties.