

Une allocation de 15 % en Private Equity

Performance, diversification
et construction de portefeuille

Altaroc

Découvrez le nouveau rendez-vous **Point Stratégique** par Louis Flamand, CIO d'Altaroc

Une fois par trimestre, notre Chief Investment Officer décrypte les grandes tendances qui transforment durablement le capital-investissement.



Le portefeuille 60/40 a longtemps suffi. Ce temps est révolu. Dans un régime de taux structurellement plus élevés et de corrélations actions-obligations inversées, incorporer **le Private Equity n'est plus un pari tactique : c'est une nécessité de construction.**

LOUIS FLAMAND

CHIEF INVESTMENT OFFICER

1 Pourquoi repenser la construction de portefeuille ?

Qu'est-ce que le portefeuille 60/40 ? Il s'agit de l'allocation de référence de la gestion patrimoniale traditionnelle : 60 % d'actions cotées (typiquement via un indice mondial ou le S&P 500) et 40 % d'obligations souveraines ou investment grade.

Cette répartition repose sur la complémentarité historique des deux classes d'actifs : quand les actions baissent, les obligations montent, et inversement, offrant ainsi diversification et amortissement naturel des chocs.

La corrélation actions-obligations s'est inversée

Dans un environnement inflationniste, la diversification traditionnelle entre actions et obligations perd l'essentiel de son efficacité. La décennie post-crise financière mondiale (2009-2021) avait été exceptionnellement favorable : taux proches de zéro, inflation contenue et expansion continue des multiples boursiers. Ce régime macro est structurellement révolu.

En 2022, le portefeuille 60/40 a enregistré une performance de **-18 %¹**, les actions mondiales ayant reculé de -19,5 %¹ et les obligations mondiales de -16,2 %¹ sur la même période. C'est la première fois depuis des décennies que les deux classes d'actifs chutaient simultanément. Cette corrélation positive devrait persister tant que les pressions inflationnistes structurelles demeureront à l'œuvre, alimentées par la transition énergétique, les reconfigurations des chaînes d'approvisionnement et les tensions géopolitiques persistantes.

Un univers coté qui rétrécit et se concentre

Le nombre de sociétés cotées en bourse a diminué d'environ 30 % à l'échelle mondiale au cours des 40 dernières années. **Aux États-Unis, on compte ainsi 50 % de sociétés cotées en moins²**, 35 % en moins au Royaume-Uni, et 13 % en moins en Inde. Parallèlement, la performance boursière est devenue extrêmement concentrée : en 2025, les méga-capitalisations technologiques ont représenté **75 % de la progression du S&P 500³** sur l'année. Les investisseurs disposant d'une exposition indiciaire bénéficient certes de cette dynamique, mais au prix d'une concentration de risque sans précédent dans un seul secteur et une poignée de titres.

Plus fondamentalement, la création de valeur s'est déplacée vers le non-coté. Bain & Co. indique que **85 % des entreprises américaines réalisant plus de 100 millions de dollars de chiffre d'affaires sont des sociétés privées⁴**. Depuis 2012, le nombre d'entreprises soutenues par le Private Equity dépasse très largement celui des sociétés cotées aux États-Unis et c'est un changement de paradigme majeur sur les marchés financiers américains. Investir uniquement sur les marchés publics revient donc à se priver de l'essentiel de la création de valeur économique contemporaine.

15 % : un socle, non un plafond

Notre conviction est qu'une allocation d'au moins 15 % en Private Equity constitue aujourd'hui un socle raisonnable pour un investisseur particulier. Ce niveau n'a rien d'arbitraire : il résulte de la confrontation entre, d'une part, la prime de performance structurelle des marchés privés, que les investisseurs institutionnels les plus sophistiqués captent en y consacrant couramment plus de 50 % de leurs portefeuilles, et d'autre part les contraintes de liquidité réelles d'un particulier, qui imposent de dimensionner prudemment la poche illiquide. 15 % constitue ainsi

un socle, non un plafond. La capacité à immobiliser du capital sur longue durée croît avec le patrimoine : plus la fortune est élevée, plus les contraintes de liquidité s'allègent et plus l'exposition au Private Equity peut légitimement augmenter, jusqu'à 30 % voire au-delà pour les patrimoines les plus importants, se rapprochant alors des standards institutionnels. C'est cette logique de gradation, fondée sur la capacité à supporter l'illiquidité, qui sous-tend l'ensemble de la présente note.

¹ Bloomberg, données de performance des indices actions et obligations mondiaux (MSCI ACWI et Bloomberg Global Aggregate Bond Index), année 2022.

² World Bank, nombre de sociétés cotées domestiques (« Listed domestic companies », données 2019).

³ Bain & Company, « Global Private Equity Report 2026 » : dix-sept méga-capitalisations (les « Magnificent Seven » et dix autres valeurs technologiques et non technologiques) ont représenté 75 % de la hausse du S&P 500 en 2025.

⁴ Bain & Co., « Why Private Equity Is Targeting Individual Investors », février 2023.

2 Les fondamentaux du Private Equity

Une prime de performance historiquement documentée

Mesuré sur longue période (données Cambridge Associates jusqu'en 2022), le Private Equity a généré un **rendement excédentaire moyen de 430 points de base par rapport aux marchés actions cotés**⁵. Cette prime repose sur des mécanismes opérationnels concrets : implication active des sponsors dans l'amélioration des opérations, optimisation de la structure financière et exécution de plans de transformation que les pressions du reporting trimestriel des marchés cotés ne permettent pas. L'alignement d'intérêts entre management et investisseurs via les mécanismes de co-participation au capital joue également un rôle structurant.

Cette prime est documentée sur longue période et dans toutes les géographies. En Europe notamment, selon le rapport Bain 2026 (méthode PME), **le Private Equity surperforme clairement les marchés cotés sur 10 ans** (PE Europe : 15 % vs MSCI Europe : 9 % en TRI net agrégé, au 30 septembre 2025)⁵.

La recherche académique : ce que disent les économistes indépendants

Les économistes académiques, sans motivation ou intérêt commercial dans l'industrie du Private Equity, ont apporté un éclairage indépendant et rigoureux sur la performance historique du Private Equity et ses déterminants.

Harris, Jenkinson et Kaplan (Journal of Finance, 2014) ont analysé la performance de près de **1 400 fonds de Buy-Out et de venture capital américains**⁶ à partir d'une base de données de flux de trésorerie réels fournie par Burgiss, couvrant l'ensemble des fonds et flux de capitaux des Limited Partners participants, soit plus de 200 programmes d'investissement institutionnels représentant plus de 1 000 milliards de dollars de capital engagé. Leur conclusion, portée sur les millésimes 1984 à 2008 mesurés au 31 mars 2011, est rigoureuse : **la performance moyenne des fonds de Buy-Out a excédé celle des marchés actions cotés sur la quasi-totalité des millésimes analysés. La surperformance par rapport au S&P 500 atteint en moyenne 20 à 27 % sur la durée totale d'un fonds, c'est-à-dire du premier appel de fonds jusqu'à la distribution finale (typiquement 10 à 12 ans)**⁶. À noter que les fonds de venture capital américains ont surperformé les marchés cotés dans les années 1990, mais sous-performé dans les années 2000, soulignant la nécessité de distinguer les stratégies au sein même du Private Equity. Cette étude constitue l'une des analyses les plus complètes jamais menées sur la performance réalisée du Private Equity, grâce à l'étendue exceptionnelle de sa base de données.

Ilmanen, Chandra et McQuinn d'AQR Capital Management (Journal of Alternative Investments, 2019)⁷ apportent une nuance importante : la prime de rendement brute du Private Equity s'explique en partie par l'effet de levier et l'exposition aux small caps, et cette prime a eu tendance à se réduire avec l'afflux de capitaux dans la classe d'actifs. **Cette nuance renforce plutôt qu'elle n'infirme l'importance de la sélection du gérant comme premier vecteur de performance** : la prime moyenne s'est compressée, mais l'écart entre gérants de premier et de dernier quartile demeure considérable, un constat parfaitement cohérent avec les données PitchBook présentées dans la partie suivante.

Un autre avantage, souvent sous-estimé, réside dans la **moindre volatilité du Private Equity**. Contrairement aux actions cotées dont le cours fluctue en temps réel, les actifs privés font l'objet d'une valorisation périodique fondée avant tout sur les fondamentaux des entreprises en portefeuille, ce qui se traduit mécaniquement par des variations de valeur plus limitées et plus régulières. Pour l'investisseur particulier, on dort mieux avec un portefeuille de Private Equity qu'avec un portefeuille d'actions cotées. Pour les investisseurs institutionnels, compagnies d'assurance ou fonds de pension, la réduction de la volatilité du compte de résultat est un enjeu réglementaire et stratégique direct.

⁵Cambridge Associates (1997-2022) ; Bain & Company, « Global Private Equity Report 2026 », données MSCI au 30/09/2025.

⁶Harris, Jenkinson & Kaplan, "Private Equity Performance: What Do We Know?", Journal of Finance, vol. 69(5), 2014.

⁷ Ilmanen, Chandra & McQuinn, "Demystifying Illiquid Assets: Expected Returns for Private Equity", Journal of Alternative Investments, 2019, AQR Capital Management.

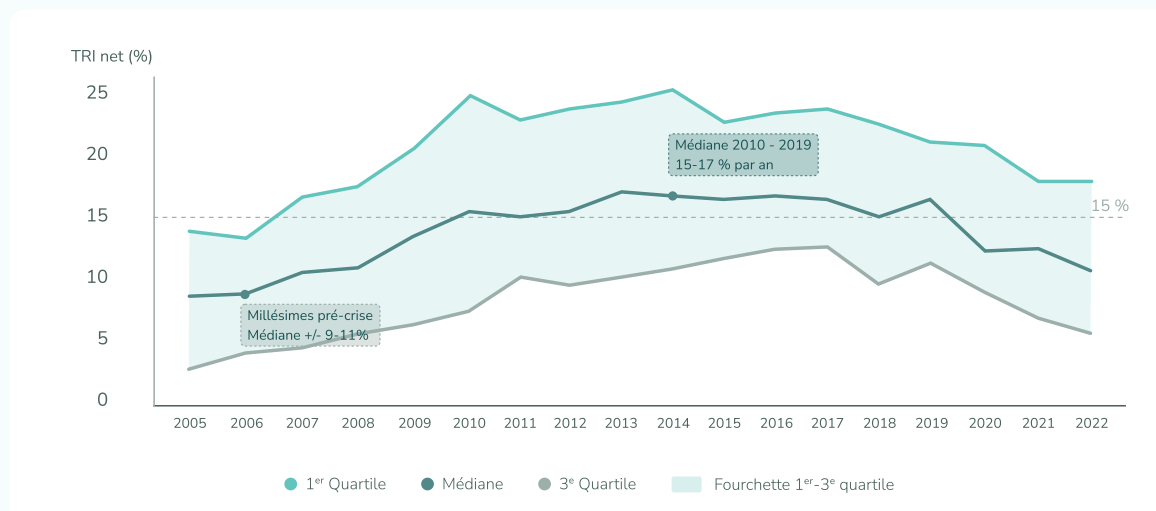
3 L'importance de la sélection du gérant : ce que montrent les données PitchBook

Les données PitchBook au 31 mars 2026 portant sur 1 981 fonds Buy-Out et Growth/Expansion⁸ (millésimes 2005 à 2022, en euros) en Europe et Amérique du Nord documentent précisément la performance réelle de la classe d'actifs sur une période couvrant plusieurs cycles macro.

Glossaire des métriques de performance :

- **TRI net** : Taux de Rendement Interne, exprimé annuellement, calculé sur les flux réels de trésorerie (appels de fonds et distributions), net de frais de gestion et de commission de performance (carried interest).
- **TVPI** : Total Value to Paid-In, ou multiple de mise totale, rapport entre la valeur totale du portefeuille (distribué + valeur résiduelle) net de frais de gestion et de carried interest et le capital appelé.
- **DPI** : Distributions to Paid-In, fraction du capital effectivement distribuée aux investisseurs en cash. Un DPI de 1,5x signifie que le fonds a déjà remboursé 1,5 fois le capital appelé en liquidités. C'est le seul indicateur incontestable de performance réalisée.
- **Premier quartile** : 25 % des fonds les plus performants sur un millésime donné.

Dispersion des TRI nets par millésime
Buy-Out & Growth — Europe & Amérique du Nord — 1 981 fonds



Source : PitchBook Custom Benchmark Profile, données au 31/03/2026.
Millésime Buy-Out & Growth/Expansion, Europe et Amérique du Nord. Monnaie : EUR.

Plusieurs enseignements ressortent de ce graphique. Les **TRI nets médians des millésimes 2010-2019 s'établissent de manière très régulière entre 15 % et 17 % par an**, avec une remarquable cohérence dans le temps. Cette période 2010-2019 est globalement favorable sur le plan macroéconomique et ne représente pas un test en environnement de stress. Les derniers millésimes difficiles précèdent la grande crise financière : les millésimes 2005 à 2007 affichaient des TRI médians de l'ordre de 9 à 11 %, mais les fonds de premier quartile délivraient déjà au minimum 14 à 17 % de TRI net sur ce même intervalle de temps, soulignant l'importance de la sélection du gérant.

L'écart entre premier et troisième quartile est de **l'ordre de 10 à 17 points de TRI net par an selon les millésimes**, bien supérieur à ce que l'on observe sur les marchés cotés. **La sélection du gestionnaire est donc le premier facteur de performance en Private Equity, avant l'allocation sectorielle ou géographique.**

Les millésimes 2021-2022 affichent des TRI médians plus modestes (10,8 % à 12,5 %), reflétant à la fois la jeunesse de ces fonds et les pressions liées à la hausse des taux depuis 2022. Leur performance définitive sera établie dans 3 à 5 ans.

⁸ PitchBook Custom Benchmark Profile, données au 31/03/2026. Fonds primaires Buy-Out et Growth/Expansion, Europe et Amérique du Nord. Monnaie : EUR. 1 981 fonds (millésimes 2005-2022). Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

4 Exemple d'investisseurs institutionnels sophistiqués : les fonds de dotation nord-américains

Le témoignage de Yale : 40 ans de validation empirique

Le fonds de dotation (endowment) de l'Université Yale est une référence mondiale en matière d'allocation aux actifs privés. Yale est un pur investisseur institutionnel, un Limited Partner (LP) sans intérêt à promouvoir le Private Equity en tant que gestionnaire. Son seul objectif est de maximiser les rendements ajustés au risque pour financer la mission académique de l'université sur le très long terme.

Le rapport annuel 2025 de Yale, certifié par PricewaterhouseCoopers, synthétise la philosophie d'allocation : la nécessité de préserver le pouvoir d'achat sur le long terme conduit à privilégier les actifs de type actions, en s'écartant structurellement des obligations, trop vulnérables à l'inflation. Ainsi, **91 % de l'endowment est investi dans des actifs visant des rendements de type actions⁹**, au travers d'actions cotées domestiques et internationales, d'actifs réels et de Private Equity. Les états financiers certifiés soulignent explicitement que la forte exposition aux classes d'actifs non traditionnelles, dont le Private Equity, génère à la fois du potentiel de rendement et de la diversification dans le portefeuille.

Au 30 juin 2025, Yale allouait **23,5 % de son endowment aux Leveraged Buy-Outs et 28,6 % au Venture Capital**, soit **52,1 % en Private Equity au sens strict⁹** (LBO et VC combinés), contre 54,4 % en 2024. La légère réduction reflète une vente partielle de participations sur le marché secondaire pour gérer des besoins de liquidité, elle ne remet pas en cause la stratégie : Yale maintient ses principes fondateurs d'orientation vers les actions et de diversification. **Cette allocation institutionnelle, structurellement supérieure à 50 % depuis des décennies, confirme le caractère délibérément prudent du socle de 15 % retenu pour un particulier, et illustre la marge de progression qui existe pour les patrimoines disposant de contraintes de liquidité plus faibles.**

Sur la décennie se terminant au 30 juin 2025, le Yale Endowment a délivré **9,4 % par an net de frais⁹**, surpassant le rendement médian des fonds de dotation universitaires d'environ 1,4 % par an, et **surpassant, selon Yale, un portefeuille 70/30 (70 % actions, 30 % obligations)**. La surperformance sur longue période liée au private equity demeure structurelle et documentée.

Au-delà de Yale : une validation systématique sur 12 grands endowments

Le True North Institute a analysé les 12 plus grands fonds de dotation universitaires américains (Brown, Columbia, Cornell, Dartmouth, Harvard, MIT, Notre Dame, U Penn, Princeton, Stanford, UVIMCo et Yale) sur la décennie se terminant au 30 juin 2023. Les rendements annuels absolus sur 10 ans s'échelonnent de **11,5 % pour MIT à 8,1 % pour Columbia¹⁰**, soit un écart de 340 points de base entre le premier et le dernier. L'alpha moyen, c'est-à-dire la surperformance annuelle moyenne des 12 endowments par rapport à un portefeuille de référence 60/40 (MSCI ACWI + Bloomberg Global Agg), atteint **3,0 % par an, dont 1,8 % par an directement attribuable au Private Equity¹⁰** : avec une allocation moyenne de 30 % au Private Equity surperformant le MSCI ACWI de 6,0 % par an, **c'est bien le Private Equity qui explique la majorité de l'alpha généré.**

La corrélation entre performance et allocation aux actifs illiquides est frappante : MIT, Yale et Princeton, qui figurent tous dans le top 4 des rendements absolus sur dix ans, sont aussi parmi les endowments les plus exposés aux actifs illiquides. True North mesure une allocation aux actifs illiquides de 61 % pour Yale, un chiffre plus élevé que les 52 % de Private Equity strict (LBO et VC) mentionnés plus haut

car cette mesure inclut également l'immobilier privé, la dette privée et les actifs réels, contre 37 % pour Columbia, l'exposition la plus faible des 12. Comme le note True North, il ne devrait pas être surprenant que les endowments à la fois les plus risqués et les plus exposés aux actifs illiquides soient récompensés par des rendements plus élevés sur longue période.

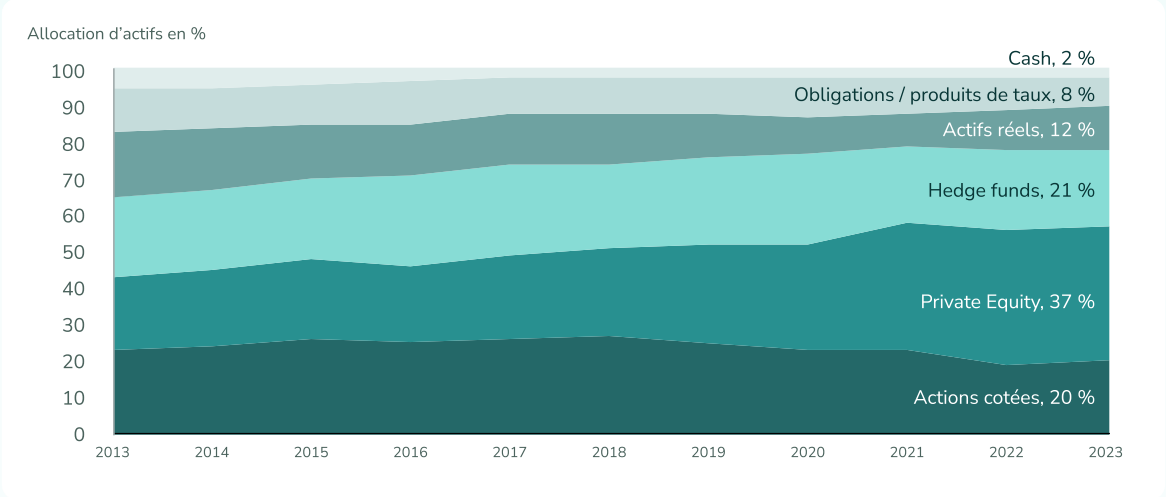
True North note toutefois que cet alpha a tendance à diminuer dans le temps et que des résultats futurs similaires ne sont pas garantis. **Il s'agit néanmoins d'une validation empirique rigoureuse, par des investisseurs indépendants, de la prime structurelle des marchés privés sur longue période.**

Ces chiffres s'inscrivent dans une tendance de fond : sur la décennie 2013-2023, les grands endowments **ont presque doublé leur allocation moyenne au Private Equity, de 20 % à 37 %**, au détriment des actions cotées, des obligations et des actifs réels. Ce mouvement collectif et délibéré d'investisseurs institutionnels sophistiqués, qui n'ont aucun intérêt commercial à promouvoir la classe d'actifs, **constitue en soi un signal de conviction fort** pour soutenir l'argument d'une allocation de référence de 15 % pour un investisseur particulier.

⁹ Yale University Financial Report 2024-2025, audité par PricewaterhouseCoopers LLP (octobre 2025).

¹⁰ True North Institute, "Analysis of Large US University Endowment Outperformance", mai 2024 (données au 30/06/2023).

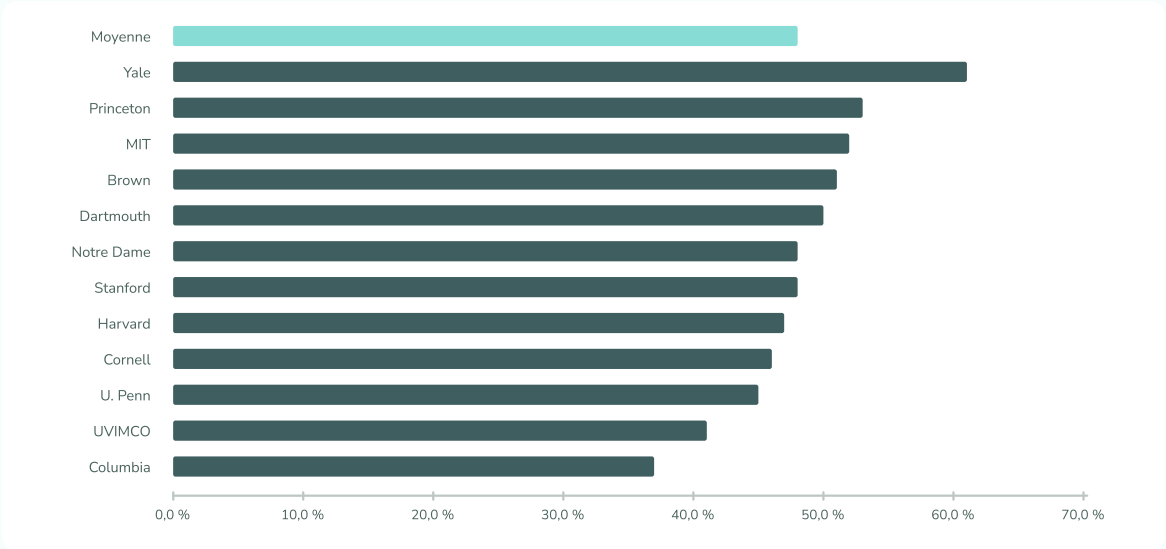
Évolution de l'allocation moyenne aux actifs privés des 12 grands endowments (2013-2023) : le Private Equity est passé de 20 % à 37 %¹⁰



Source : Analyse du True North Institute à partir de données publiques.

La part des investissements illiquides dans le portefeuille au 30 juin 2023 s'étendait de 61 % pour Yale, le plus élevé du groupe, à 37 % pour Columbia, le plus faible.

Allocation aux investissements illiquides en % — 2023



Source : Analyse du True North Institute à partir de données publiques. La définition des investissements illiquides inclut les allocations au private equity, au capital-risque, à l'immobilier, à la dette privée, aux ressources naturelles et à tout ce qui est décrit comme des « actifs réels ».

La corrélation entre performance et exposition au Private Equity (graphe précédent) est frappante :

Rendements annuels absolus sur 10 ans (au 30/06/2023) : 12 grands endowments américains

Fonds de dotation	MIT	Brown	Yale	Princeton	Notre Dame	Dartmouth	UVIMCO	U Penn	Stanford	Cornell	Harvard	Columbia	Moyenne	Écart max-min
Rendement absolu annuel sur 10 ans	11,5 %	11,3 %	10,9 %	10,8 %	10,6 %	10,5 %	9,8 %	9,7 %	9,5 %	8,4 %	8,2 %	8,1 %	10,0 %	3,4 %

Source : Fonds de dotation universitaires respectifs.

5 L'impact quantifié : simulation sur un portefeuille diversifié

Une analyse de simulation publiée par KKR en novembre 2023, calibrée sur les rendements historiques réels, permet de quantifier l'impact d'une allocation de 15 % en Private Equity dans un portefeuille diversifié¹¹. KKR y construit trois

portefeuilles modèles autour d'objectifs distincts, tous conservant 70 % d'actifs liquides : « **Generate Income** » (générer du revenu), « **Preserve Capital** » (préserver le capital) et « **Boost Return** » (dynamiser le rendement).

Portefeuille	Composition	Rendement annualisé	Volatilité	Rendement / risque	Rendement en scénario inflation haute
60/40 classique	60 % actions cotées + 40 % obligations	9,1 %	13,5 %	0,67	9,5 %
Generate Income (30 % privés)	30 % actions + 40 % oblig. + 15 % crédit privé + 7,5 % infrastr. + 7,5 % immo	8,7 %	10,8 %	0,81	9,7 %
Preserve Capital (30 % privés)	30 % actions + 5 % PE + 40 % oblig. + 12,5 % crédit privé + 7,5 % infrastr. + 5 % immo	9,0 %	11,1 %	0,81	10,2 %
Boost Return (30 % privés)	45 % actions + 15 % PE + 25 % oblig. + 5 % infrastr. + 5 % crédit privé + 5 % immo	10,2 %	14,0 %	0,73	11,9 %

Le portefeuille « **Boost Return** », qui alloue 15 % au Private Equity tout en maintenant une structure 60/40 globale (45 % actions + 15 % PE du côté actions), améliore le rendement annualisé de **9,1 % à 10,2 %**, soit **+110 points de base par an¹¹**, avec un meilleur ratio rendement/risque (0,73 vs 0,67) et un rendement de 11,9 % contre 9,5 % en scénario d'inflation élevée. Sur un horizon de 20 ans, ces 110 points de base supplémentaires se traduisent par **plus de 20 % de capital supplémentaire** (697 vs 571 pour 100 investis, extrapolation Altaroc à partir des rendements composés KKR), pur effet des intérêts composés.

Cette simulation est calibrée sur la performance agrégée de l'industrie (Cambridge Associates US PE Index), qui reflète une performance proche de la médiane du marché. Elle constitue donc une estimation conservatrice : **un investisseur accédant à des gérants de premier ou deuxième quartile, ce que cible Altaroc dans sa sélection, bénéficierait d'un écart de rendement significativement supérieur aux 110 points de base modélisés**. Les données PitchBook montrant un écart médiane/premier quartile de l'ordre de 7 points de TRI net sur les millésimes 2010-2019, l'amélioration potentielle par rapport au scénario médian pourrait atteindre plusieurs centaines de points de base supplémentaires.

¹¹ KKR Global Macro & Asset Allocation, "A New Foundation for Global Wealth", novembre 2023. Simulation de Monte Carlo calibrée sur données historiques Cambridge Associates et Bloomberg. Les performances passées ne préjugent pas des résultats futurs. Rendements historiques : Actions américaines : S&P 500 Index (1971-2022) ; Obligations : Bloomberg US Aggregate (1974-2022) ; Private Equity : Cambridge Associates Private Equity Index (1997-2022) ; Immobilier privé : Cambridge Associates Real Estate Index (1997-2022) ; Infrastructure privée : Cambridge Associates Infrastructure Index (2004-2022) ; Crédit privé : Cliffwater Direct Lending Index (2005-2022)

6 Le contexte de marché en 2025-2026 : pourquoi les conditions soutiennent la thèse des 15 %

Les données de marché récentes ne sont pas de simples faits conjoncturels : elles illustrent et renforcent la thèse d'une allocation de 15 % en Private Equity. Trois dynamiques sont à retenir.

Un rebond de l'activité en 2025, porté par les mégadeals

La valeur des deals de Buy-Out a progressé de **44 % en 2025 pour atteindre 904 milliards de dollars¹²**, tandis que la valeur des sorties Buy-Out a rebondi de **47 % à 717 milliards de dollars**, les deuxièmes plus élevés de l'histoire de l'industrie, juste derrière 2021.

Indicateur	2021 (pic)	2022	2023	2024	2025
Valeur deals Buy-Out (\$Md)	1 000	719	438	602	904
Valeur sorties Buy-Out (\$Md)	855	594	350	468	717
Évolution deals YoY	Pic historique	-28 %	-39 %	+37 %	+44 %
Évolution sorties YoY	Pic historique	-31 %	-41 %	+34 %	+47 %
Part mégadeals (>10 Md\$)	Élevée	Modérée	Modérée	Modérée	274 Md\$ de la hausse

Le retrait de la cote d'Electronic Arts pour 56,6 milliards de dollars, la plus grande opération de ce type de l'histoire du Private Equity, illustre la nature de cette reprise. Cette concentration se confirme dans les chiffres : **13 mégadeals de plus de 10 milliards de dollars ont représenté 274 milliards de dollars**

de la hausse de la valeur des deals en 2025¹². Le T1 2026 a marqué un repli, concentré sur le secteur logiciel. Malgré ces turbulences, les marchés privés ont fait preuve de résilience en dehors du segment technologique, ce qui confirme le rôle stabilisateur du Private Equity dans un portefeuille diversifié.

La liquidité : un défi structurel qui crée une opportunité pour les nouveaux millésimes

Les distributions aux investisseurs en pourcentage de la valeur nette d'actif (NAV) sont restées inférieures à 15 % pendant quatre années consécutives¹³, contre une moyenne historique de l'ordre de 23 %. Ce chiffre mérite une interprétation concrète : un taux de distribution de 23 % implique une durée moyenne de détention de 1/23 % ≈ 4-5 ans. À 15 %, cette durée moyenne s'élève à 1/15 % ≈ 7 ans. L'industrie fait face à un stock considérable d'entreprises non cédées : 32 000 sociétés représentant 3 800 milliards de dollars¹³.

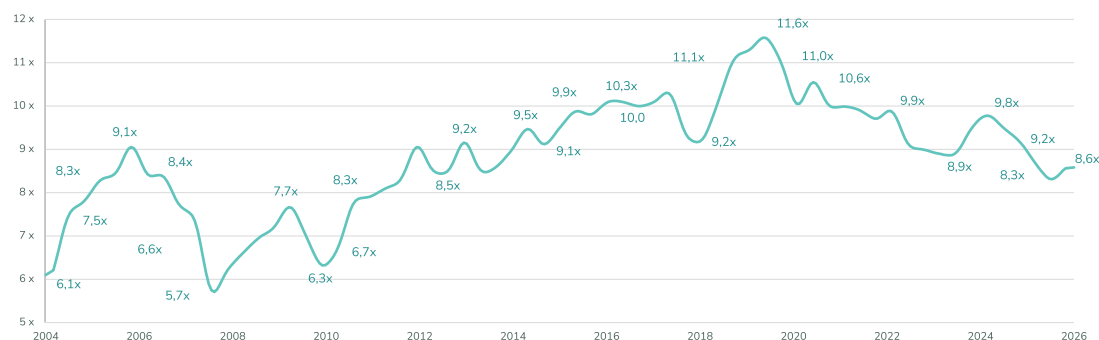
Ce stock ne restera pas immobile : pour lever de nouveaux fonds, les gérants (GPs) doivent restituer du capital à leurs investisseurs, ce qui les contraint à monétiser leurs positions existantes. Ces sorties devront nécessairement trouver acquéreur dans les prochaines années et alimenteront un flux de transactions soutenu, dont les millésimes en cours de déploiement seront les premiers bénéficiaires : ils pourront acquérir ces actifs dans un environnement de valorisations d'entrée plus raisonnables, de sélectivité accrue des gérants et de transactions qui résistent à un contexte exigeant ; autant de conditions historiquement associées aux meilleurs millésimes. L'Argos Index® le confirme visuellement¹⁴.

¹² Bain & Company, Global Private Equity Reports 2024, 2025, 2026 ; PitchBook, « Q1 2026 Global PE First Look ».

¹³ Bain & Company, « Global Private Equity Report 2026 » ; PitchBook, « Q1 2026 Global PE First Look ».

¹⁴ Argos Index® mid-market / Epsilon Research, Q1 2026.

Indice Argos mid-market : Multiple médian EV/EBITDA sur une base glissante de six mois



Source : Argos Index mid-market / Epsilon Research.

Argos Index® mid-market - Médiane des multiples EV/EBITDA, marché M&A mid-market zone euro (transactions 15–500 M€), sur base glissante 6 mois (2004–Q1 2026). Le rebond à 8,6x en Q1 2026, après avoir touché les plus bas niveaux depuis plus d'une décennie, confirme que les valorisations d'entrée actuelles restent historiquement attractives pour les nouveaux millésimes.

Cette pression sur la liquidité se reflète dans les levées de fonds : le Buy-Out a reculé de **16 % à 395 milliards de dollars en 2025¹³**, et le nombre de fonds ayant bouclé une clôture finale a chuté de 23 %. Dans ce contexte, **la sélection du gérant n'a jamais été aussi déterminante**, les fonds Thoma Bravo (24,3 Md\$) et Summit Partners (9,5 Md\$) le démontrent : seuls les GPs affichant un track record de premier plan et un DPI élevé continuent à lever dans des délais normaux.

Ce resserrement des levées dessine en réalité un nouveau paradigme favorable pour les investisseurs :

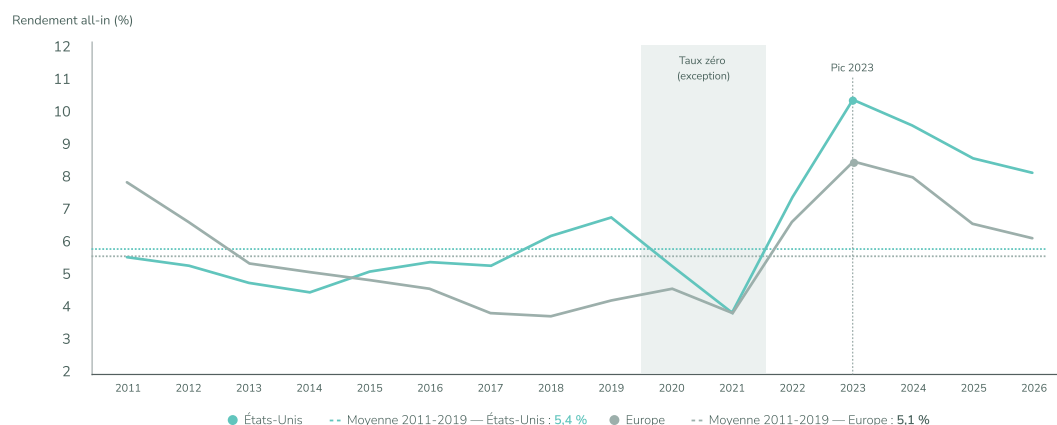
moins de capitaux en compétition signifie moins de surenchère sur les prix d'acquisition, dans un marché où les valorisations ont déjà baissé. Combiné au stock massif d'entreprises non cédées (32 000 sociétés, 3 800 Md\$) qui devront nécessairement trouver acquéreur dans les prochaines années, cela crée une fenêtre d'entrée structurellement attractive pour les millésimes actuels. Les investisseurs qui s'engagent aujourd'hui seront positionnés pour bénéficier à la fois de prix d'entrée raisonnables et d'un flux de transactions abondant.

Un changement de paradigme : la croissance opérationnelle comme déterminant principal

Les conditions de financement LBO se sont normalisées depuis le pic de 2023. Selon les données Jefferies (mai 2026), le coût total de la dette LBO s'établit à environ **8,1 % aux États-Unis¹⁵** (SOFR 3M à 3,66 % + spread LSTA à 441 bps) et

6,2 % en Europe¹⁵ (Euribor 3M à 2,15 % + spread ELLI à 410 bps). Ces niveaux sont supérieurs à la moyenne de la période 2011-2019 (5,4 % US / 4,9 % EU), mais en nette détente depuis le pic de plus de 10 % aux États-Unis en 2023.

Coût total de la dette LBO — États-Unis vs Europe (2011-2026)



Note : Rendement all-in = taux de référence 3M, LIBOR/SOFR pour l'USD ; Euribor 3M, avec plancher à 0 % pour l'EUR, + spread LSTA/ELLI leveraged loan index. Les spreads 2022-2026 correspondent aux spreads effectifs OFM. Données arrêtées à janvier 2026 ; lecture visuelle du graphique, précision ± 30 points de base.

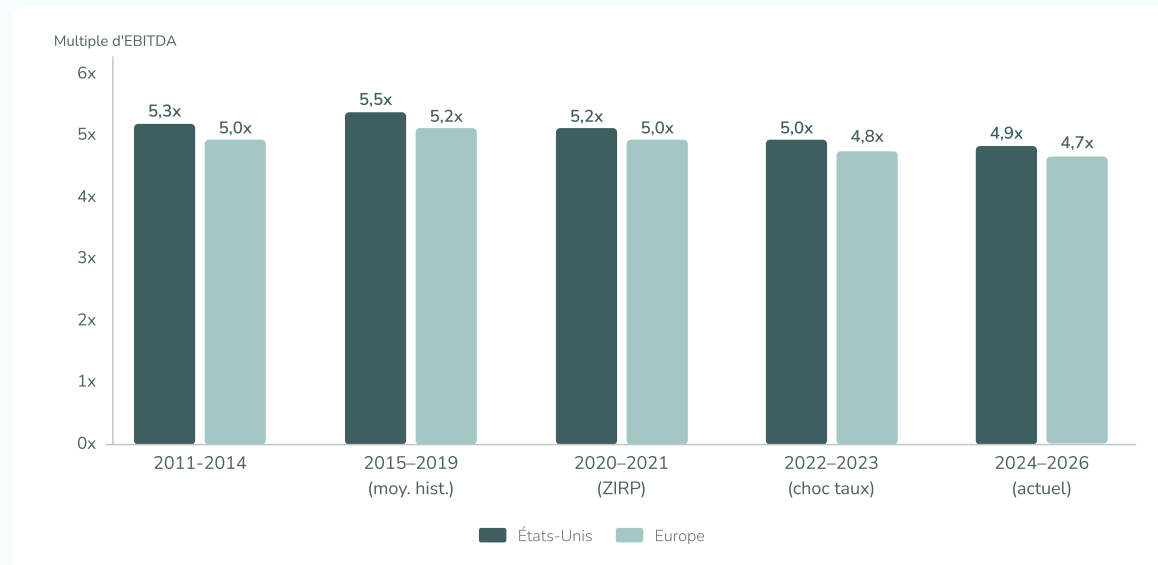
Sources : Jefferies PFA Leveraged Finance Market Update, mai 2026 ; Fed/FRED, SOFR/LIBOR ; BCE, Euribor 3M.

¹⁵ Jefferies PFA Leveraged Finance Market Update, mai 2026 ; Bain Global Private Equity Report 2026 ; Fed/FRED (SOFR 3M) et BCE (Euribor 3M).

Parallèlement, les multiples de levier sur les transactions récentes se situent **entre 4,4x et 5,4x**¹⁵ en dette senior de premier lien selon les transactions listées par Jefferies, contre une moyenne de 5,5x aux États-Unis sur la période 2015-2019. Ce recul du levier s'explique par **deux dynamiques complémentaires** : (i) En premier lieu, la hausse des taux depuis 2022 a mécaniquement contraint les leviers : pour un même quantum d'EBITDA, la capacité de service de la dette se réduit lorsque les taux montent, obligeant les emprunteurs à lever

moins de dette pour maintenir une couverture des intérêts acceptable ; (ii) En parallèle, l'évolution du mix de transactions, avec la montée en puissance des deals de croissance dans les logiciels, les services aux entreprises et la santé, a structurellement tiré le levier moyen vers le bas. Dans ces secteurs, la création de valeur repose sur la croissance opérationnelle et non sur l'effet de levier : le cash généré est réinvesti dans la croissance plutôt que mobilisé pour servir de la dette, ce qui rend structurellement moins nécessaire un fort endettement pour atteindre les objectifs de retour.

Levier moyen sur transactions LBO – 1er lien, dette nette / EBITDA États-Unis vs Europe



Sources : Bain Global Private Equity Report 2026, moyennes historiques ; Jefferies PFA Leveraged Finance Market Update, mai 2026, transactions p.15-16.

Note : Levier 1er lien = dette senior secured / EBITDA d'acquisition.

Les taux de défaut demeurent contenus, en deçà de 2 % en Europe comme aux États-Unis, et les marchés primaires ont retrouvé de la profondeur, avec des volumes CLO en forte progression (52,7 Md\$ émis aux États-Unis en YTD 2026¹⁵ selon Jefferies). **La dette de LBO ne constitue donc pas un obstacle structurel à la création de valeur dans l'environnement actuel.**

Dans ce contexte de moindre recours au levier financier, la performance repose désormais avant tout sur **la capacité des sociétés en portefeuille à générer une croissance opérationnelle durable**. Bain (2026) le quantifie explicitement : il faut aujourd'hui générer environ **12 % de croissance annuelle d'EBITDA pour atteindre un objectif de 2,5x MOIC sur cinq ans, contre 5 % suffisants il y a dix ans**¹⁵. C'est un changement radical de paradigme. Les gérants qui ont historiquement construit leur alpha via le levier financier ou l'expansion de multiple voient leur modèle mis sous pression. En revanche, ceux qui ont prouvé leur capacité à créer de la valeur opérationnelle, en accélérant la croissance organique, en améliorant les marges, en consolidant des secteurs fragmentables, disposent d'un avantage structurel durable, indépendant du cycle de taux.

C'est précisément la raison pour laquelle **la stratégie d'Altaroc est, depuis l'origine, orientée Growth (Growth Buy-Out & Growth Equity) : notre sélection de fonds cible des gérants historiquement performants ayant généré leur alpha grâce à une forte croissance opérationnelle de leurs actifs en portefeuille, avec peu de recours au levier financier**. C'est ce qui nous permet de nous conforter dans la capacité de ces gérants à reproduire leur performance passée dans un environnement de taux structurellement plus élevés.

Ce nouveau paradigme valide également la supériorité structurelle des fonds spécialisés sur les fonds généralistes. Seuls les fonds disposant d'une expertise sectorielle profonde, réseau d'opérateurs, capacité d'intervention industrielle, connaissance intime des leviers de création de valeur propres à chaque secteur, peuvent apporter la valeur ajoutée nécessaire pour générer 12 % de croissance d'EBITDA par an. Les fonds généralistes, dont la création de valeur reposait historiquement sur le levier et l'arbitrage de multiple, se trouvent structurellement désavantagés dans ce nouvel environnement. C'est précisément pourquoi la stratégie d'Altaroc est, depuis l'origine, orientée growth et sectorielle : en ciblant des gérants spécialisés ayant historiquement généré leur alpha par la croissance opérationnelle, nous nous positionnons structurellement du bon côté de ce changement de paradigme.

7 Risques structurels, véhicules d'accès et mise en œuvre

Une analyse honnête du Private Equity doit exposer ses contreparties avec la même rigueur que ses vertus.

Illiquidité structurelle et courbe en J

Un fonds fermé appelle le capital progressivement et distribue les produits de cession entre les années 4 et 10 environ. Les flux nets de trésorerie sont négatifs dans les premières années, appels de capital et frais de gestion, avant que les investissements ne créent de la valeur et génèrent des distributions : c'est la **courbe en J**, dynamique structurelle et non le signe d'une mauvaise performance. Elle est plus courte et

moins profonde pour le crédit privé, dont les coupons génèrent du cash dès les premières années (flux nets positifs en 2-3 ans environ), que pour le Buy-Out, où les premières distributions n'arrivent qu'en année 4-5 et le DPI n'atteint 1x que vers l'année 7. C'est précisément pourquoi l'allocation de 15 % représente un calibrage raisonnable pour un investisseur particulier disposant de contraintes de liquidité réelles.

Fonds fermé en discipline de Re-Up : la référence institutionnelle

Le fonds fermé constitue le véhicule historique du Private Equity institutionnel. La discipline du Re-Up, consistant à se réengager systématiquement dans les millésimes successifs de ses gérants, amplifie cette logique : les distributions reçues sont immédiatement réemployées dans de nouveaux millésimes, le capital reste en permanence au travail et la capitalisation devient continue.

Le Re-Up neutralise également le risque de timing : en s'engageant chaque année, l'investisseur capture mécaniquement la performance structurelle de la classe d'actifs plutôt que celle d'un millésime particulier. Pour une analyse détaillée des effets du Re-Up sur la construction de patrimoine à long terme, nous renvoyons le lecteur à notre note « Les vertus de l'approche Re-Up » (janvier 2026).

Fonds fermé vs véhicule evergreen : un choix, pas une équivalence

Les véhicules evergreen (semi-liquides) atténuent mécaniquement les deux contraintes précédentes : souscription continue, liquidité périodique (généralement limitée à 5 % de la valeur liquidative par trimestre), courbe en J réduite. Mais cette accessibilité a un prix structurel : la liquidité encadrée offerte par un Evergreen s'accompagne d'un profil de performance annualisé structurellement inférieur à celui d'un programme de fonds fermés en discipline Re-Up. L'Evergreen n'est donc pas une version simplifiée du

fonds fermé offrant les mêmes performances avec plus de liquidité : c'est un positionnement différent, fondé sur un compromis assumé entre accessibilité et performance. En cas de tension de marché, la liquidité encadrée peut en outre se transformer en contrainte effective. Ce risque spécifique ne se pose pas dans un programme de fonds fermés structuré en Re-Up. L'illiquidité y est assumée dès l'origine, et correctement dimensionnée, elle ne constitue pas une vulnérabilité mais le socle de la capture de la prime¹⁶.

Principes de mise en œuvre pour une allocation de 15 %

La mise en œuvre efficace de l'allocation de 15 % repose sur quatre principes :

- **Construire progressivement en discipline de Re-Up.** S'engager régulièrement dans les millésimes successifs permet de capturer la performance structurelle à long terme sans chercher à anticiper les cycles. Les données PitchBook montrent que les millésimes levés en haut de cycle (2005-2006) ont systématiquement délivré des TRI médians inférieurs : la régularité des engagements neutralise mécaniquement ce risque de timing.
- **Séparer rigoureusement poche illiquide et poche liquide.** Concrètement : les 15 % alloués au Private Equity ne doivent jamais empiéter sur la poche liquide nécessaire aux dépenses courantes, aux projets de court terme ou aux imprévus. L'investisseur doit disposer par ailleurs d'une réserve liquide suffisante (compte courant, livrets, fonds monétaires) pour couvrir ses besoins sur l'horizon d'investissement du capital (5 ans pour un fonds Altaroc). La règle pratique : ne jamais investir en Private Equity des capitaux dont on pourrait avoir besoin avant 5 ans.
- **Sélectionner des gérants avec un track record de création de valeur opérationnelle et de distribution.** Dans le contexte actuel, la capacité à distribuer régulièrement du capital aux investisseurs (DPI élevé) est le principal critère de sélection. Bain (2026) le démontre : lors de la crise financière de 2008, le taux d'échec à lever un fonds successeur était nettement plus élevé pour les GPs en troisième et quatrième quartile de DPI. Dans le contexte actuel, quatre années consécutives de distributions historiquement basses, le DPI constitue plus que jamais un critère de sélection déterminant.
- **Privilégier des gérants peu dépendants du levier financier.** Dans un environnement de taux structurellement plus élevés, les gérants qui génèrent leur performance par la croissance opérationnelle de leurs participations sont structurellement mieux positionnés que ceux qui ont historiquement reposé sur le seul effet de levier.

¹⁶ Altaroc, « Les vertus de l'approche Re-Up » (janvier 2026) ; « Evergreen en Private Equity » (avril 2026)

Conclusion

Dans un régime macroéconomique où les rendements des portefeuilles traditionnels 60/40 sont structurellement sous pression, le Private Equity apporte une réponse cohérente sur trois dimensions :

- **Une prime de rendement persistante et documentée** : 430 points de base d'excès de rendement historique sur les actions cotées (Cambridge Associates, 1997-2022) ; les fonds de premier quartile (millésimes 2011-2020) dépassent tous 20 % de TRI net selon les données PitchBook.
- **Une diversification effective** dans un nouveau contexte de corrélations actions-obligations élevées, avec des ratios rendement/risque supérieurs au portefeuille 60/40 dans tous les scénarios de simulation, et validée empiriquement par des décennies de résultats des grands fonds de dotation universitaires américains.
- **Un accès à la création de valeur** qui se joue désormais majoritairement hors des marchés publics : 85 % des grandes entreprises américaines sont des sociétés privées.

Une allocation de 15 % représente un équilibre raisonnable entre l'optimisation du couple rendement/risque et la contrainte d'illiquidité inhérente à la classe d'actifs. Sa mise en œuvre exige une sélection soigneuse des gérants, une planification rigoureuse des flux de trésorerie, une diversification des millésimes et un horizon d'investissement clairement défini.

Dans un marché où la reprise de 2025 est réelle mais concentrée sur les meilleurs acteurs; où le Buy-Out mondial a reculé de 16 % en levées en 2025 pendant que Thoma Bravo clôturait un fonds de 24,3 Md\$, **la sélection du gérant n'a jamais été aussi déterminante.**

L'investissement en Private Equity comporte des **risques**

Risque de liquidité

Les fonds de Private Equity investissent principalement en titres de sociétés non cotées. Ces titres ne sont pas liquides et il n'existe pas de marché secondaire facilitant les transactions. Les fonds peuvent donc éprouver des difficultés à céder leurs participations à un niveau de prix ou dans les délais souhaités. De plus, les cessions de parts des fonds étant limitées, il sera difficile pour un investisseur de céder ses parts.

Risque lié aux entreprises sous-jacentes

L'investisseur supporte un risque entrepreneurial, lié aux sociétés non cotées détenues directement et indirectement par les fonds de Private Equity.

Par nature, les PME sont généralement plus risquées que les entreprises de taille plus importante.

De plus, la valorisation des titres non cotés détenus par les fonds est réalisée directement par les sociétés de gestion sur la base de prix de marché estimés (« Fair Market Value ») et non directement par un marché organisé.

Risque de perte en capital

Le risque de perte en capital est notamment lié à l'investissement en titres non cotés. Ainsi la valeur des parts d'un FIA évolue dans le temps avec la valeur des titres qui le composent.

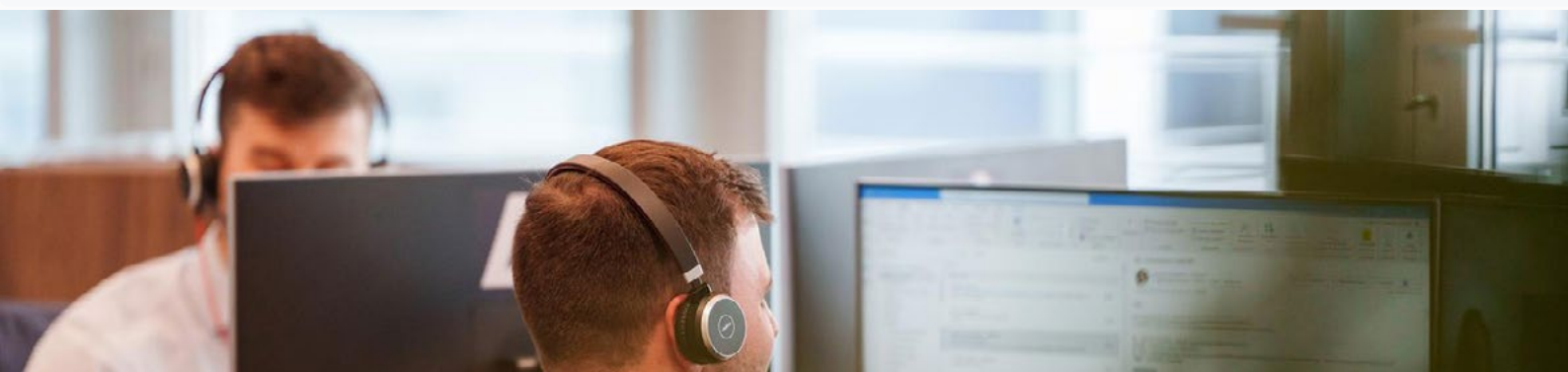
Risque de valorisation

Il peut être difficile de trouver des références de prix appropriées en ce qui concerne les investissements non cotés. Cette difficulté peut avoir un impact sur la valorisation du portefeuille d'investissement des fonds.

Risque de performance

Les objectifs d'investissement expriment un résultat escompté, mais il n'existe aucune garantie qu'un tel résultat sera atteint.

En fonction des conditions de marché et de l'environnement macroéconomique, les objectifs d'investissement peuvent devenir plus difficiles à atteindre.



Découvrez nos rendez-vous par Louis Flamand

Le rendez-vous Market Review

Chaque trimestre, retrouvez les analyses sur l'environnement Private Equity et des zooms sur des thématiques clés de la classe d'actifs.

Market Review
3^{ème} trimestre 2025



Scanner pour lire le document

Market Review
4^{ème} trimestre 2025



Scanner pour lire le document

Market Review
1^{er} trimestre 2026



Scanner pour lire le document

Le rendez-vous Point Stratégique

Chaque trimestre, notre Chief Investment Officer décrypte les grandes tendances qui transforment durablement le capital-investissement.



Point Stratégique
Les Vertus de
l'approche Re-Up



Point Stratégique
Evergreen
en Private Equity

Rendez-vous
en **octobre 2026**
pour le prochain
numéro

Informations réglementaires

Ce document a été réalisé par Altaroc Partners et/ou ses partenaires à l'attention exclusive du destinataire. Sa vocation est uniquement informative et il ne saurait être interprété comme une sollicitation ou une offre relative à des produits financiers ni comme un conseil juridique, fiscal, financier, ou de toute autre nature. Ce document ne saurait fonder à lui seul une décision d'investissement. Par ailleurs, il n'a pas fait l'objet d'une validation par une autorité de régulation. Le destinataire est invité à contacter son propre conseil pour toute analyse relative au contenu de ce document. L'information présentée ne prétend pas être exhaustive eu égard à celle que le destinataire puisse requérir.

Ce document a été réalisé à la date indiquée sur celui-ci, à partir d'informations publiques, fournies par le destinataire, propriété d'Altaroc Partners et protégées par le secret professionnel. Altaroc Partners apporte le plus grand soin à la qualité des informations fournies. Néanmoins, celles-ci sont susceptibles de changer à tout moment, sans préavis préalable et Altaroc Partners ne saurait les garantir. Aucune information dudit document ne saurait être considérée comme une promesse, un engagement, ou une représentation passée ou future.

Les projections, évaluations, statistiques, sondages, analyses, informations chiffrées, contenues dans ce document impliquent des éléments d'appréciation subjective et n'engagent pas la responsabilité d'Altaroc Partners. Les performances passées ne préjugent pas des performances futures.

Toute reproduction ou diffusion, qu'elle soit partielle ou totale, sans l'autorisation préalable écrite d'Altaroc Partners est strictement interdite. Altaroc Partners ne saurait engager aucune responsabilité relative à l'usage qui serait fait de tout ou partie dudit document par une tierce partie non dûment autorisée.

Altaroc Partners est une société de gestion de portefeuille agréée par l'AMF sous le numéro GP-97022. Son siège social est situé 61 Rue des Belles Feuilles, 75116 Paris, FRANCE. Altaroc Partners est immatriculée au Registre du Commerce et des Sociétés de Paris sous le numéro 309 044 840.

© Altaroc 2021 - 2026

FRANCE

61 rue des Belles Feuilles,
75116 Paris
+33 (0)1 86 65 98 20

SUISSE

3Altasuisse SA,
Rue François-Vernonnex 7, 1207 Genève
+41 22 506 86 31

ITALIE

Altaroc Partners SA,
Piazza Velasca 5,
20122 Milan

ALLEMAGNE

Zweigniederlassung Deutschland
Theresienstraße 1,
80333 München

Altaroc

altaroc.pe

Altaroc Partners SAS

Société de gestion de portefeuille française agréée par l'Autorité des
Marchés Financiers sous le numéro GP97022



Découvrez
l'ensemble de notre
documentation ↗