



*Commissions de gestion, carried interest, droits d'entrée, primes de souscription, subtilités diverses... L'investissement en Private Equity comprend plusieurs couches de coûts et peut réserver de mauvaises surprises. Malgré la pression réglementaire, ces frais continuent de résister à la baisse.*

**2** et 20. Ces deux nombres peuvent résumer à eux seuls la structure de frais des fonds de *Private Equity*. La paire, presque immuable, facturée aux investisseurs, se décompose en une commission de gestion, égale à environ 2 % des actifs, prélevée chaque année, et en une commission de surperformance (ou *carried interest*) de 20 %. Celle-ci s'active au-delà d'un taux de rendement interne (TRI) de 8 %. En clair, si le fonds génère plus de 8 % de rendement, tout ce qui dépasse ce seuil (ou *hurdle* en anglais) donne lieu à un prélèvement de 20 % pour la société de gestion. « C'est la norme à retenir pour les fonds primaires souscrits par les investisseurs institutionnels pour des sommes comprises

entre 100 millions et 2 milliards d'euros. Pour des montants inférieurs, les frais de gestion peuvent un peu excéder les 2 % », résume Julien Godard, directeur général d'Elevation Capital Partners, société de gestion du groupe Elvest (ex-Inter Invest). « Les frais de gestion financent la société de gestion (structure, salaires...) et en partie la distribution. Le *carried interest* aligne les intérêts en créant de la valeur pour les gérants », précise-t-il.

### Frais élevés

Ce schéma simple et classique met d'emblée en évidence des niveaux de frais élevés en comparaison d'actifs plus classiques. « Les actifs non cotés requièrent

un travail de recherche plus poussé que dans des fonds classiques, puisque les informations sont très limitées, voire inexistantes. Tout repose sur des analystes très intensives en ressources, reconnaît Mara Dobrescu, responsable de l'analyse des fonds obligataires chez Morningstar, un fournisseur de données. Mais pour comparer, un fonds ouvert classique investi en actions cotées coûte autour de 1 %. Pour un ETF (fonds indicé coté), les frais se limitent à 0,1 % ou 0,2 %. Il s'agit donc de deux univers très différents (cf. graphique 1). »

Ce niveau de frais altère de manière significative la performance finale. « Sur un ETF ou un OPCVM investi dans des actifs liquides, l'investisseur garde son placement quelques années, deux ou

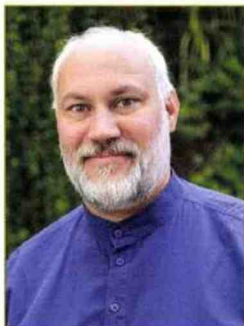


trois ans au maximum. Pour un fonds de Private Equity, l'horizon se situe plutôt entre huit et dix ans. 2 % de frais par an sur dix ans revient à un total de 20 % », souligne Souleymane-Jean Galadima, cofondateur et directeur général de la FinTech patrimoniale Sapians.

La facture totale peut s'avérer d'autant plus salée que le fameux « 2 et 20 » masque des subtilités, des structures complexes, des frais annexes et couches supplémentaires qui peuvent aboutir à un coût global ou TER (total expense ratio, frais totaux) très élevé, voire exorbitant dans certains cas.

Premier point de vigilance : l'assiette des commissions. « Deux pratiques existent. Certains fonds appliquent les frais sur l'actif net du fonds, donc sur sa valeur réelle nette des dettes. D'autres les prélèvent sur les engagements, c'est-à-dire les montants souscrits, mais pas encore investis. Il vaut mieux que les frais soient assis sur l'actif net », poursuit Souleymane-Jean Galadima.

En effet, les appels de fonds s'échelonnent sur cinq ans, au rythme des investissements réalisés par la société de gestion. « Pendant cette période, lorsque les frais portent sur l'engagement, vous payez sur 100, alors même que seuls 10, 20, 50, 60, etc. sont progressivement appelés puis investis ».



**Julien Godard**, directeur général d'Elevation Capital Partners.



**Mara Dobrescu**, responsable de l'analyse des fonds obligataires chez Morningstar.



**Souleymane-Jean Galadima**, cofondateur et directeur général de Sapians.

### Biais d'incitation

Julien Godard justifie toutefois ce modèle de l'engagement, le plus répandu : « Si les frais étaient calculés sur les montants déployés ou la valeur des investissements, cela les inciterait à investir plus vite, ce qui réduirait leur sélectivité ou à survaloriser pour maximiser leurs frais ».

Une autre nuance doit être relevée, celle des primes de souscription, censées répondre à une logique d'équité entre investisseurs qui n'entrent pas tous au même moment dans un fonds. Lors d'une levée de capitaux, quand l'histoire n'est pas encore écrite, les premiers investis-

seurs prennent, en théorie, plus de risque et échappent à cette prime : « Ceux qui souscrivent plus tard, lors de closings successifs, paient un surcoût, souvent compris entre 1 et 3 % de l'engagement. Il reste le plus souvent acquis au fonds, pour compenser le fait qu'ils rejoignent un véhicule déjà partiellement déployé et qui a déjà pu créer de la valeur », note le directeur général d'Elevation CP. Ce coût ponctuel s'ajoute aux frais de gestion annuels.

Les investisseurs doivent également analyser les modalités des commissions de surperformance, qui peuvent varier. En abaissant le seuil ordinaire de 8 %, voire en le ramenant à zéro, certains gérants augmentent leurs revenus.

Une pratique dont Julien Godard relativise l'importance : « Sur les près de trente mille fonds que nous avons analysés, un hurdle inférieur à 8 % est apparu dans une cinquantaine de cas. Quelques maisons n'appliquent pas de seuil, mais c'est rarissime ».

Certains contestent la légitimité de cette pratique du *carried interest*. « Le recours à des paliers absolus nous semble discutable, voire abusif. En dette privée, par exemple, il suffit que les taux nominaux soient élevés pour qu'il soit facile de les atteindre, sans prendre beaucoup de risques. Des seuils relatifs, par exemple un Eonia plus X %, ou un taux augmenté d'un spread correspondrait à la vraie prise de risque de ces produits, suggère Mara Dobrescu. En réalité, ces commissions sont souvent structurées de telle manière qu'à moins d'un vrai accident →

**Graphique 1 — Fourchettes de frais des fonds Eltif Evergreen comparées aux fonds ouverts des marchés cotés et aux ETF**



dans le portefeuille, impliquant une forte décote, le fonds est quasiment assuré chaque année d'empocher la commission de surperformance. Nous regardons cela d'un œil assez critique. »

**« Carried interest » pas systématique**

Un point de vue contesté par Bertrand Rabot, directeur de l'offre chez Laplace (groupe Crystal): « Tout dépend des stratégies (Private Equity, dette privée...). Il existe, certes, des hurdles plus bas, mais d'autres plus élevés. Ne perdons pas de vue que le carried interest est proportionnel à la performance. S'il s'applique, cela signifie aussi que le patrimoine de l'investisseur a augmenté ». Julien Godard confirme: « Les études de France Invest sont très bien faites de ce point de vue. Dans un cycle classique de fonds, un hurdle de 8% correspond à un multiple d'environ 1,3.



**Bertrand Rabot**, directeur de l'offre chez Laplace (groupe Crystal).



**Olivier Herbout**, cofondateur et président de Valhyr Capital et de Ramify.

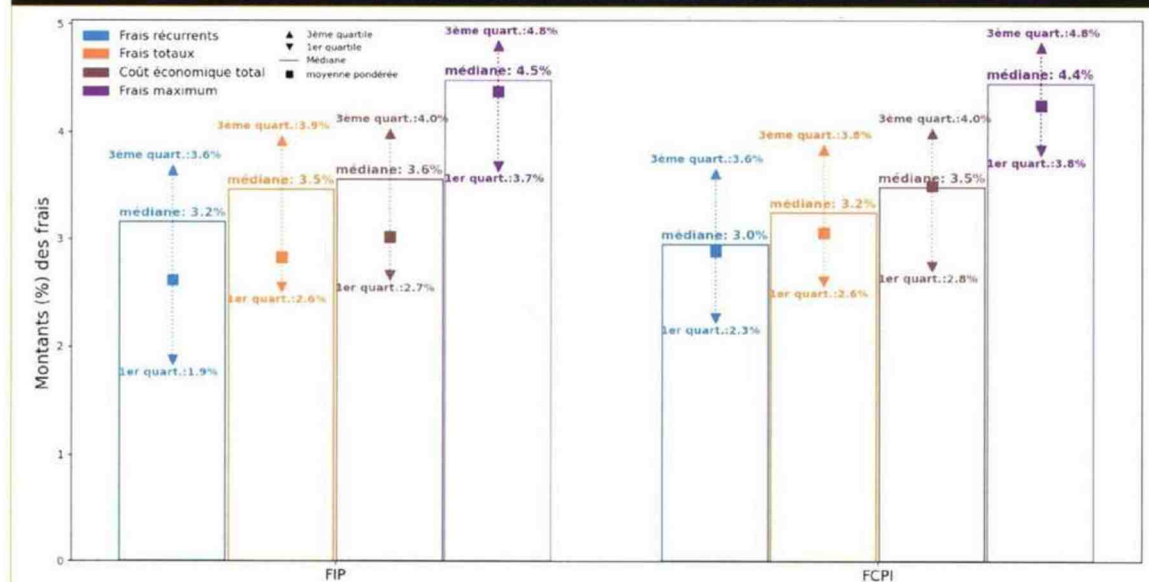
Si la performance finale nette pour les investisseurs est inférieure à 1,3, il n'y a pas de carried interest. C'est le cas d'un quart à un tiers des fonds. En pratique, la médiane française avoisinant 1,4, plus de la moitié des fonds versent effectivement du carried interest ».

Aux frais facturés aux investisseurs institutionnels s'ajoutent ceux liés à la démocratisation des actifs non cotés, eux aussi élevés et parfois peu lisibles. « Certains véhicules sont structurés en

fonds nourriciers (feeder) d'un fonds maître, d'autres en fonds de fonds. Il faut donc lire attentivement le règlement du fonds pour ne pas s'arrêter à la première couche de frais, regarder les coûts des fonds sous-jacents et, le cas échéant, ceux de l'enveloppe ajoutée au-dessus », met en garde Bertrand Rabot. « Bien sûr, nous préférierions que cette couche de frais supplémentaire n'existe pas. Mais ces structures intermédiaires rendent la classe d'actifs accessible à la clientèle privée et aux particuliers », plaide Olivier Herbout, cofondateur et président de Valhyr Capital et de Ramify. Le CIF propose un fonds mêlant Private Equity et dette privée, baptisé X Fund.

Un panorama précis des frais figure dans une étude publiée début 2025 par l'AMF sous le titre « Etude de la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients non-professionnels ». L'enquête révèle une forte

**Graphique 2 — Distribution des montants (%) des frais et du coût économique total des FIP (à gauche) et FCPI (à droite)**



Source: AMF, Etude de la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients non-professionnels, janvier 2025



## « Nous avons adapté notre modèle de rémunération »

**A la suite à la sanction prononcée en septembre 2025 par l'AMF, Altaroc présente ses mesures pour ajuster les modalités de rétrocommissions aux distributeurs. Le Managing Partner et cofondateur Frédéric Stolar détaille le niveau des frais facturés par la société de gestion.**

**Investissement Conseils :** En septembre 2025, l'AMF vous a reproché de ne pas être en mesure de prouver que le paiement des rétrocommissions versées aux distributeurs améliorait la qualité du service fourni aux clients. Comment avez-vous analysé cette sanction ?

**Frédéric Stolar :** Cette jurisprudence affine la position du régulateur sur les rétrocessions et concerne toute la profession, pas seulement Altaroc. Pour preuve, beaucoup de concurrents, de banques, de CGP ou encore de family offices nous demandent comment nous envisageons de gérer ce sujet.

### En quoi cette sanction crée-t-elle un précédent et change-t-elle le mode de rémunération des distributeurs ?

Pour qu'une société de gestion puisse rémunérer son distributeur, ce dernier ne peut pas se contenter de respecter ses obligations réglementaires. Il doit démontrer à la société de gestion qu'il a réalisé une amélioration tangible des services, qui doit bénéficier de façon mesurable et utile à chacun de ses clients. Quant à la société de gestion, elle doit s'assurer que cette amélioration de services est effective.

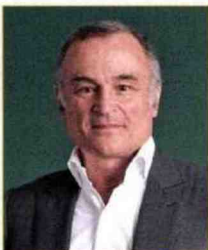
Nous travaillons sur ce problème complexe depuis six mois avec un cabinet d'avocats spécialisés. Les récentes décisions de sanctions de l'AMF à ce sujet ont créé un émoi sur la place et ont pu être mal interprétées. Parce qu'en fait, le sujet ne se limite pas à un aménagement de convention de distribution. Il modifie tout un cadre opérationnel, avec un enjeu technologique à la clé. En effet, il faut définir les services supplémentaires devant être effectués par les distributeurs, tant à la souscription que pendant la durée de vie du fonds. Et il faut être en capacité de les suivre, les tracer et les auditer pour en rendre compte au régulateur. Il y a aussi un enjeu de pédagogie vis-à-vis de nos partenaires distributeurs pour leur expliquer ce nouveau schéma et sa mise en œuvre.

### Quelles mesures avez-vous prises ?

Nous avons défini les services supplémentaires pouvant être rendus par le distributeur à son client lors de la souscription initiale et les services supplémentaires applicables tout au long de la vie du fonds. Nous avons ensuite adapté notre modèle de rémunération, en distinguant la rémunération liée à la vente du produit, fixée à 30 % du total car elle est rendue une fois, et celle liée au suivi dans la durée, fixée à 70 % de la rémunération totale, car elle doit être faite tous les ans pendant dix ans. Nous devions nous mettre en conformité pour notre nouveau millésime, et nous l'avons fait. Le régulateur souhaitait que la rémunération soit proportionnée au nombre de services supplémentaires réalisés par le distributeur auprès de chacun de ses clients. C'est en place.

### Comment pouvez-vous prouver que les services supplémentaires ont bien été rendus ?

L'auto-déclaration par le distributeur ne suffit pas. C'est ce que l'AMF a indiqué dans la décision rendue à l'encontre d'une autre société de gestion. Nous avons mis en place des process digitaux,



Frédéric Stolar,  
cofondateur d'Altaroc.

pour tracer l'envoi de tous les outils Altaroc et leur bonne réception par les clients. Une condition sine qua non pour que notre société de gestion accepte de contresigner le bulletin de souscription à l'issue du conseil initial et accepte de verser les 30 % de la rémunération. Un schéma similaire s'applique sur les 70 % restant. Nous avons beaucoup investi pour ajouter un onglet réglementaire dans la plateforme que nous mettions déjà à disposition de nos partenaires.

### Cette sanction de l'AMF ne contient-elle pas un message implicite sur le niveau perçu comme trop élevé des frais des fonds d'actifs non cotés ?

La sanction de l'AMF qui nous concerne ne porte pas sur le niveau des frais. Elle n'a d'ailleurs pas remis en question le principe de la rémunération des distributeurs. Elle insiste sur son encadrement et son contrôle. Cette décision de l'AMF semble aller dans le sens du concept de Value for Money (RIS). En ce qui concerne nos frais, nous les justifions par le travail que nous menons chaque année pour construire des programmes de Private Equity de qualité institutionnelle clé en main. Il faut prendre en compte le fait qu'en Private Equity, l'information n'est pas publique, ce qui nécessite des *due diligences* opérationnelles de terrain, lourdes et approfondies, pour comprendre les fonds et leurs sociétés de portefeuille. La question est de savoir si l'objectif de rendement pour l'investisseur, net de tous frais, dépasse celui des actifs cotés.

### Quel est le niveau des frais facturés chez Altaroc ?

Il faut distinguer les frais de gestion facturés aux institutionnels par des fonds qui gèrent entre 500 millions et 10 milliards d'euros, compris entre 1,5 et 2 %, et les frais supplémentaires destinés à rendre le produit accessible aux clients privés et aux particuliers. Tout est encadré et détaillé dans le document d'informations clés qui est remis à chaque prospect afin de lui permettre de prendre une décision d'investissement éclairée dans nos fonds.

Chez Altaroc, nos commissions s'échelonnent entre 1,5 et 2,5 % des montants souscrits, par an, en proportion des montants engagés pendant les cinq premières années, puis de l'actif net au-delà des cinq ans. Sur 2,5 % de commissions, environ 0,9 % revient aux distributeurs.

### Percevez-vous également une commission de performance ou « carried interest » ?

Nous percevons 20 % de « carried interest », mais seulement sur 20 % des sommes engagées, c'est-à-dire sur les 20 % de fonds de co-investissement qui composent le portefeuille et non pas sur les 80 % de fonds primaires. Les fonds primaires dans lesquels nous souscrivons prélèvent déjà une commission de surperformance à leur niveau, laquelle est versée sous réserve du respect de conditions appelées « hurdle » en anglais.

### Quel rendement visez-vous pour votre prochain millésime ?

Le rendement historique de tous les gérants que nous avons sélectionnés dépasse les 20 % par an, nets de tous frais. Toutefois, nous pensons que les dix ans à venir seront beaucoup plus durs pour l'industrie du Private Equity que les vingt ans passés. En conséquence, pour notre prochain millésime, nous allons annoncer un objectif de rendement raisonnable, net de tous frais, de 13 %.

Propos recueillis par Nicolas Raulot

dispersion entre les fonds et une hiérarchie assez marquée par nature de véhicules, la palme revenant aux fonds dits fiscaux. « *Le coût économique total (frais totaux + carried interest) est similaire pour les FIP et FCPI et présente une médiane de l'ordre de 3,5 %. Les frais des FIP et FCPI sont globalement supérieurs aux frais des autres catégories juridiques de fonds* », résume le régulateur (cf. graphique 2 page précédente). Quant aux FCPI (fonds professionnels de capital-investissement) accessibles à une clientèle aisée avec une contrainte de ticket minimum de 100 000 euros, ils se positionnent avec un niveau de frais médian de 2,1 %. « *La catégorie des FCPI à appel unique de capital présente un coût économique médian plus élevé, à 3,1 %, que celui des FCPI à appel progressif de capital (2,1 %) et est plus proche, bien que toujours plus élevée, du coût économique médian des FCPR, soit 2,4 % pour les Non-Evergreen et 2,7 % pour les Evergreen (fonds semi-liquide sans échéance prédéfinie)* », précise l'étude (cf. graphique 3 ci-dessous).

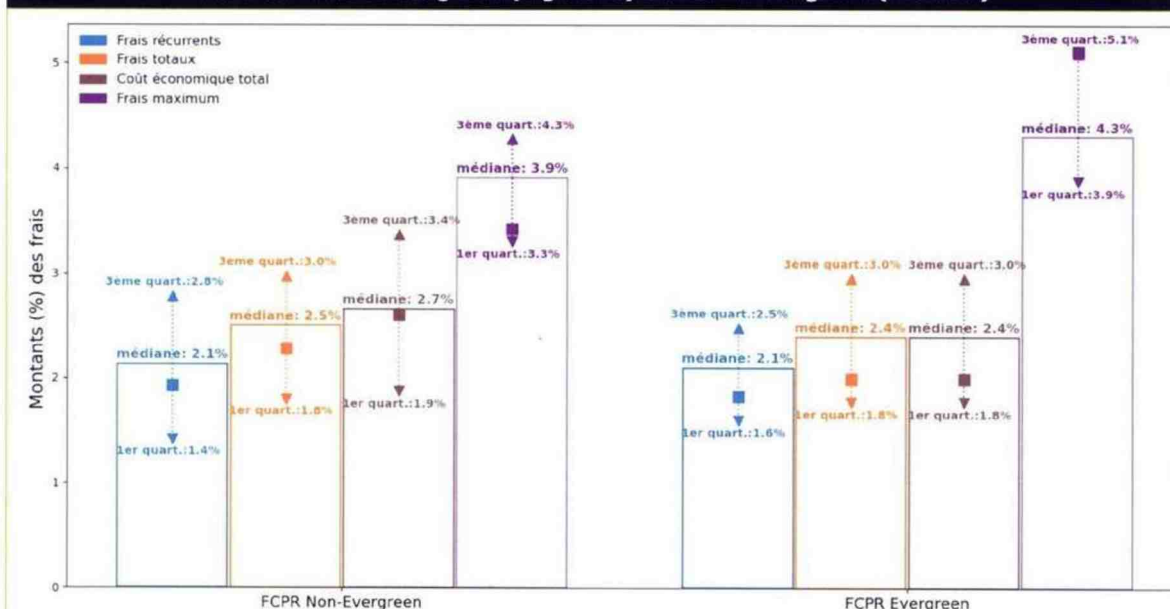
## L'investisseur n'est peut-être pas encore au bout de ses peines...

### Frais de structuration

Attention toutefois à certains excès et suppléments cachés. « *Nous avons étudié certains fonds dont les frais dépassent le seuil de 5 %, témoigne Bertrand Rabot. Et il faut parfois ajouter d'autres coûts, comme les frais de structuration du véhicule, liés à la constitution administrative et à la documentation. Ces frais sont facturés en plus des commissions de gestion et précisés dans le document d'information clé (DIC).* » Malgré cette longue liste, l'investisseur n'est peut-être pas encore au bout de ses peines et de ses (mauvaises) surprises. Il ne faut, en effet, pas oublier les éventuels frais d'entrée. « *Ces commissions de souscription sont de moins en moins*

*pratiquées. Chez Sapians, nous appliquons 0 % de droit d'entrée. Mais dans les faits, la plupart des fonds laissent encore aux distributeurs, de manière discrétionnaire, la possibilité de facturer jusqu'à 5 % à leurs clients. A 5 %, vous payez 105, mais seuls 100 sont investis, détaille Souleymane-Jean Galadima. Ce paramètre est souvent le seul négociable. Il est plus facile d'obtenir une réduction chez des acteurs indépendants, comme les CGP ou les multi-family-offices, qu'auprès d'un banquier privé qui applique une politique groupe et n'a pas forcément la main sur le tarif.* » Lorsque les investisseurs sont capables de placer plus de 100 000 euros, ces frais tendent à disparaître, rassure le dirigeant de Sapians, avant de soulever un autre point d'attention. En effet, le règlement du fonds mentionne souvent l'existence de plusieurs classes de parts, avec des niveaux de frais différents. « *Certaines de ces parts requièrent parfois des montants d'investissement minimum, mais le choix peut aussi relever de la décision arbitraire du distributeur, qui perçoit une*

**Graphique 3 — Distribution des montants (%) des frais et du coût économique total des FCPR Non-Evergreen (à gauche) et FCPR Evergreen (à droite)**



Source: AMF, Etude de la performance des fonds d'actifs financiers non cotés commercialisés à des clients non-professionnels, janvier 2025

rétrocession d'environ 50 % ou plus des frais de gestion », explique-t-il.

Les fonds prévoient également des classes de parts sans commissions reversées, pour les distributeurs qui fonctionnent sur honoraires. « Dans le cadre des contrats luxembourgeois, qui représentent environ 80 % de nos encours, nous travaillons avec ces clean shares et nous nous rémunérons sous forme de courtage sur nos enveloppes d'assurance-vie », indique Souleymane-Jean Galadima.

Pour sa part, Valhyr Capital facture des frais de 0,9 % pour la clean share de son X Fund (utilisée dans 80 % des cas), auxquels s'ajoutent les 0,7 % à 0,8 % des fonds sous-jacents, soit un total de 1,6 % à 1,7 %. « Si l'investisseur passe par un CIF qui travaille avec des rétrocommissions, le coût s'élève à 1,82 %, soit un total de 2,5 % à 2,6 % hors éventuels frais d'entrée », précise Olivier Herbout. L'addition finale comprend aussi le coût de l'enveloppe d'assurance-vie, dont les frais avoisinent 1 %, mais cette couche n'est bien sûr pas spécifique aux actifs non cotés.

Cette somme de frais a-t-elle tendance à se réduire sous l'effet de la concurrence et des réglementations, comme pour les fonds classiques ? Les avis sont partagés. Pour Bertrand Rabot, la démocratisation des actifs non cotés, qui ne sont plus réservés à une clientèle institutionnelle ou patrimoniale, s'accompagne d'une diminution régulière des coûts : « Les Eltif (fonds d'investissement européens à long terme), créés en 2015 et remodelés en 2024 permettent désormais aux investisseurs particuliers d'entrer dans des structures directement gérées par de grandes sociétés de gestion et de se passer des niveaux intermédiaires, comme

les feeders ou les fonds de fonds qui ont longtemps été la norme. Ainsi, le modèle s'approche de celui des marchés cotés ».

### Entre 1,7 et 4,4 %

Néanmoins, malgré ces évolutions, une étude récente réalisée par Morningstar sur les Eltif Evergreen montre que les frais de ces structures demeurent élevés et très dispersés. « Sur les fonds de Private Equity, nous avons recensé des frais compris entre 1,7 et 4,4 %. Nous avons également relevé une amplitude significative sur la dette privée de 1 % à 4,5 %. Les frais des fonds investis en infrastructures oscillent entre 1,2 et 3,1 %. Dans l'immobilier, les frais apparaissent plus concentrés, la plupart des fonds gravitant autour de 2,5 % de frais de gestion, détaille Mara Dobrescu (cf. graphique 1). Nous parlons ici uniquement des coûts fixes et pas des éventuelles couches supplémentaires, ni des commissions de surperformance. Nous avons toutefois repéré chez Invesco, M&G et Schroders, certains véhicules qui ne facturent pas de carried interest (cf. tableau). »

Le dispositif Value for Money, mis en place par l'ACPR (Autorité de contrôle prudentiel et de résolution) et France assureurs, impose désormais un contrôle du rapport qualité-prix des fonds commercialisés dans les assurances-vie. « Cette logique a son importance lorsqu'on travaille avec de grands institutionnels, des assureurs ou des banques, qui doivent respecter ces règles. Le cadre maintient les frais à un niveau raisonnable, même si des abus peuvent encore exister », estime Olivier Herbout.

Son effet reste toutefois incertain sur cette classe d'actifs, car les fonds sont

difficilement comparables entre eux, y compris au sein des mêmes catégories. « Pour l'instant, cette grille d'analyse n'est pas vraiment adaptée aux fonds d'actifs non cotés. Dans les infrastructures par exemple, un fonds qui investit dans une certaine catégorie d'éoliennes dans une région donnée peut soutenir que cela n'a rien à voir avec un fonds investi dans les autoroutes », illustre Mara Dobrescu.

Fondé sur des rétrocessions, le mode de rémunération dominant empêche également une forte pression sur les commissions. « Si les frais ne baissent pas, c'est que les distributeurs n'y ont pas intérêt, dès lors qu'il existe d'autres instruments, comme les produits structurés, qui les rémunèrent très bien. Dans l'hypothèse où les frais des fonds d'actifs non cotés ne seraient pas alignés sur les meilleures rémunérations d'autres produits du marché, ils risqueraient de disparaître des circuits de commercialisation », estime Julien Godard. Selon lui, toutefois, le passage à un système d'honoraires n'allègerait pas beaucoup la charge de l'épargnant.

Ce niveau de frais relève aussi des orientations stratégiques des sociétés de gestion, qui subissent une concurrence de plus en plus vive de la gestion passive sur les actifs cotés et se sont tournées vers cette poche plus rémunératrice pour maintenir leurs marges.

Ces politiques ont nécessité le recrutement d'équipes qualifiées, voire l'acquisition de gérants spécialisés qu'il faut rentabiliser. Mais pourront-elles résister longtemps si les surplus de rendement promis aux investisseurs n'étaient finalement pas au rendez-vous ?

■ Nicolas Raulot

### Fonds Eltif qui ne facturent pas de « carried interest »

Nom du fond	Code ISIN	Classification Morningstar	Catégorie Morningstar	Société de gestion
Invesco European Upper Middle Market Income Z EUR Acc	LU3048821667	Fixed Income	Private Debt	Invesco
M&G Corporate Credit Opportunities ELTIF W EUR Acc	LU2600129758	Fixed Income	Private Debt	M&G
Schroders Capital Europe Infrastructure Credit I Acc EUR	FR001400UV16	Real Assets	Direct Infrastructure	Schroders

Source : Morningstar

