DÉCRYPTAGE · NON COTÉ

Private equity pour tous : la démocratisation, ou l'art de vendre la *fin du gâteau*

Le non-coté a fait la fortune des institutionnels pendant vingt ans ; depuis peu, on le glisse dans l'assurance-vie et les PER du grand public, pendant que le crowdfunding immobilier promettait « 10 % sans la Bourse »… jusqu'aux défauts en série depuis 2023. Ce dossier explique la mécanique réelle du private equity (millésimes, frais, courbe en J, TRI enjolivés), fait le bilan du crowdfunding, et répond à la question qui fâche : pourquoi vous ouvre-t-on la porte maintenant ?

SOMMAIRE

01 La promesse, et la question qui fâche

02 C'est quoi, le private equity ?

03 Ça fonctionne comment ? Millésimes, courbe en J, appels de fonds

04 Les performances réelles : le TRI, chiffre le plus manipulé de la finance

05 Les frais : 2/20, et les couches du retail par-dessus

06 Le crowdfunding immobilier : bilan d'une promesse, 2023-2026

07 Pourquoi maintenant ? La vraie réponse à la démocratisation

08 Les usages légitimes : qui peut, qui doit, qui s'abstient

09 Ce que j'en fais, comme investisseur

10 Conclusion · Annexes : chiffres-clés, glossaire, sources

Rédigé par Stéphane Baron, sous la supervision de Bernard Prats-Desclaux. Dossier pédagogique et d'opinion, juillet 2026. Ceci n'est pas un conseil en investissement. Complète les dossiers techniques n°23 (alignement), dossier technique n°01 (analyse) et dossier technique n°06 (SCPI).

1 La promesse, et la question qui fâche

THÈSE — QUAND UN CLUB TRÈS RENTABLE OUVRE SES PORTES, DEMANDEZ POURQUOI

≈ 2 % + 20 %	8-10 ans	> 30 %	≈ 0 %
LES FRAIS CANONIQUES DU PRIVATE EQUITY	L'ILLIQUIDITÉ NORMALE D'UN FONDS DE PE	DE PROJETS EN RETARD SUR CERTAINES PLATEFORMES DE CROWDFUNDING IMMO (2024-2025)	LA SURPERFORMANCE MOYENNE DU PE SUR LES ACTIONS COTÉES, APRÈS FRAIS (ÉTUDES RÉCENTES)

Le récit est rodé et séduisant : les grandes fortunes et les fonds de pension américains se sont enrichis pendant vingt ans grâce au non-coté (private equity, dette privée, infrastructure), classe d'actifs « décorrélée » aux rendements « supérieurs » ; il serait injuste que le particulier n'y ait pas accès ; bonne nouvelle, la loi (PACTE, puis loi industrie verte) et l'industrie le lui ouvrent : unités de compte de PE dans l'assurance-vie, FCPR grand public, plateformes à tickets de 1 000 €, et le crowdfunding immobilier qui promettait déjà « 9 à 11 % en 12-24 mois ». La collection a appris à poser une question avant d'applaudir (dossier technique n°23, critère n°5) : QUI GAGNE QUOI, et pourquoi MAINTENANT ? La réponse honnête tient en trois constats que ce dossier va documenter : les performances historiques du PE sont réelles mais concentrées, datées et enjolivées par leur mode de calcul ; les frais du retail s'empilent au point d'en confisquer l'essentiel ; et l'ouverture au grand public survient précisément au moment où les institutionnels ralentissent, où les sorties se grippent et où l'industrie cherche… de nouveaux entrants. Ce n'est pas une raison de tout rejeter ; c'est une raison d'entrer, si l'on entre, en connaissant la mécanique mieux que celui qui vous la vend.

2 C'est quoi, le private equity ?

VULGARISATION — ACHETER DES ENTREPRISES ENTIÈRES, AVEC DU TEMPS ET DE LA DETTE

Le private equity investit au capital d'entreprises NON cotées : du capital-risque (startups, taux d'échec massif compensé par de rares succès) au capital-transmission (le LBO : racheter une société rentable avec une bonne dose de dette, la développer ou la restructurer, la revendre 5 à 7 ans plus tard), en passant par le capital-développement. Le véhicule type est un FONDS levé auprès d'investisseurs (les LPs) par une société de gestion (le GP) : engagement sur ~10 ans, argent APPELÉ au fil des acquisitions, rendu au fil des reventes. La création de valeur réelle existe et se décompose sans mystère : le levier d'abord (la dette du dossier technique n°24 appliquée aux entreprises : elle amplifie tout, y compris les faillites), l'amélioration opérationnelle parfois, l'arbitrage de multiples souvent (acheter une PME 7 fois l'EBITDA, la revendre 10 fois une fois grossie : le métier que nous pratiquons nous-mêmes côté M&A). Rien de magique : des actions avec du levier, du travail, de l'illiquidité, et des frais : toute l'évaluation du produit découle de ces quatre mots.

3 Ça fonctionne comment ? Millésimes, courbe en J, appels

MÉCANIQUE — CE QUE LE SOUSCRIPTEUR RETAIL DÉCOUVRE TROP TARD

- **Les appels de fonds :** on ne verse pas 100 le premier jour : on S'ENGAGE à 100, appelés par tranches sur 3-5 ans. Le retail logé en UC d'assurance-vie l'ignore (l'assureur gère), le souscripteur direct de FPCI doit provisionner : rater un appel est sanctionné durement.
- **La courbe en J :** les premières années, le fonds AFFICHE des pertes (frais courus, sociétés en cours de travail, pas encore de sorties) avant, en principe, de remonter. Vendu à qui ne le sait pas, c'est trois ans de relevés rouges et de rachats paniqués : le dossier technique n°19 appliqué au non-coté.
- **Les millésimes :** LA variable cachée dominante. Un fonds 2009 (acheté au fond de la crise) et un fonds 2021 (acheté au sommet, à multiples records et dette gratuite) n'ont pas le même destin, quel que soit le talent du gérant : la dispersion entre millésimes et entre gérants est énorme (l'écart premier/dernier quartile se compte en dizaines de points de TRI : choisir « le PE » ne veut rien dire, on choisit UN gérant et UNE année).
- **La valorisation intermédiaire :** entre l'achat et la vente, les participations sont valorisées PAR LE GÉRANT (à dires d'experts, trimestriellement) : d'où la fameuse « faible volatilité » du non-coté, qui est pour bonne part une volatilité NON MESURÉE : l'actif ne bouge pas parce que personne ne le cote : le « laundering de volatilité » documenté par la recherche. La décorrélation vendue en plaquette est d'abord un artefact comptable.

4 Les performances réelles : le TRI, chiffre manipulé

PREUVES — CE QUE DISENT LES ÉTUDES QUAND ON NETTOIE LES CHIFFRES

L'industrie communique en TRI (taux de rendement interne), et le TRI a deux propriétés commodes : il est gonflé par les sorties précoces et par les lignes de crédit-relais que les gérants utilisent massivement pour retarder les appels (le même cash-flow, financé au bon moment, fabrique des points de TRI sans créer un euro de valeur) ; et il ne se compare pas directement à la performance d'un indice. Quand la recherche académique refait les comptes proprement (méthode du « public market equivalent » : qu'aurait donné le même argent, aux mêmes dates, dans un simple indice actions ?), le

verdict des vingt dernières années est dégrisant : les grands fonds de LBO ont battu les actions cotées AVANT frais, et fait environ JEU ÉGAL APRÈS frais (études Kaplan, Phalippou et suivantes ; Phalippou chiffre les commissions accumulées par l'industrie en centaines de milliards pour une surperformance nette voisine de zéro). La vraie performance existe : chez les gérants du premier quartile, persistants, inaccessibles au retail précisément parce qu'ils n'ont pas besoin de lui. Ce que le grand public se voit proposer est, tautologiquement, ce que les institutionnels n'ont pas absorbé : la sélection adverse n'est pas une hypothèse, c'est la structure du canal de distribution.

5 Les frais : 2/20, et les couches du retail

L'ADDITION — LE PRODUIT LE PLUS CHARGÉ DE TOUTE LA COLLECTION

Le standard institutionnel : ~2 % de frais de gestion annuels sur l'ENGAGÉ (pas l'investi) + 20 % de la performance au-delà d'un seuil (le « carried interest »), plus frais de transaction et de suivi facturés aux participations. C'est déjà le produit le plus cher de la finance légitime. Le retail, lui, paie PAR-DESSUS : les frais du feeder ou du FCPR grand public (0,5-1,5 %), ceux de l'unité de compte et du contrat d'assurance-vie (dossier technique n°17 : 0,6-1 %), parfois des droits d'entrée. Total courant du « PE pour tous » : 4 à 6 % par an de frottement cumulé, sur un actif dont la surperformance nette historique sur les actions est, on vient de le voir, proche de zéro AVANT ces couches. L'arithmétique du dossier technique n°03 (chaque point de frais composé sur 10 ans ampute ~10 % du capital final) rend le verdict presque automatique : pour que le souscripteur retail gagne plus qu'un ETF à 0,2 %, il faut que son fonds soit exceptionnellement bon : précisément ce que le canal ne lui offre presque jamais.

6 Le crowdfunding immobilier : bilan 2023-2026

L'AUTOPSIE — « 10 % SANS LA BOURSE » : LA PROMESSE RATTRAPÉE PAR LES TAUX

Le crowdfunding immobilier proposait de prêter (obligations simples, 12-36 mois) à des promoteurs et marchands de biens, à 9-11 % : des années 2016-2021 quasi sans accroc ont installé la croyance d'un « rendement sans volatilité ». Le dossier technique n°02 permet de nommer ce que c'était vraiment : du HIGH YIELD mono-projet, adossé au secteur le plus cyclique qui soit (la promotion), sans liquidité ni diversification, souscrit par des particuliers au motif que « la pierre, c'est du solide ». La hausse des taux de 2022-2023 a retourné la promotion (ventes gelées, crédits chers, faillites de promoteurs en série), et le bilan est arrivé : retards et défauts en forte hausse dès 2023, plateformes affichant des taux de projets en souffrance dépassant 20-30 %, provisions, procédures collectives (le secteur du marchand de biens et de la promotion a produit son lot de dossiers emblématiques), et des prêteurs découvrant que la « garantie hypothécaire de premier rang » vaut le temps ET le prix d'une liquidation dans un marché immobilier baissier. Les leçons, transposables à toute la famille : un rendement de 10 % EST un risque de 10 % (dossier technique n°23, fiche 10) ; la diversification par projets ne protège pas d'un choc SECTORIEL commun ; et l'historique court d'un produit né après 2014 ne contenait tout simplement aucun cycle complet : on a vendu des statistiques de beau temps.

7 Pourquoi maintenant ? La vraie réponse

SUIVEZ L'ARGENT — LA DÉMOCRATISATION COMME SOLUTION DE SORTIE

Reste la question d'ouverture : pourquoi ce club si rentable s'ouvre-t-il au grand public dans les années 2020 ? La réponse aimable existe (technologie, réglementation, épargne longue à mobiliser : des

arguments réels, cf. notre programme 2027 chapitre 8). La réponse structurelle aussi, et elle se lit dans les données sectorielles : depuis 2022-2023, les institutionnels sont sur-alloués au non-coté (l'effet dénominateur), les sorties se sont grippées (IPO rares, acheteurs prudents), les fonds détiennent un stock record de participations invendues et lèvent plus difficilement. Dans cette configuration, un canal d'argent frais, peu regardant sur les frais et structurellement patient (l'assurance-vie, les PER du dossier technique n°18 en gestion pilotée qui intègrent désormais du non-coté PAR DÉFAUT via la loi industrie verte) est... commercialement providentiel. On n'ouvre pas les portes d'un festin qui commence ; on les ouvre pour aider au service quand les premiers convives souhaitent partir. Ce n'est ni un complot ni un scandale : c'est un cycle, et le retail y entre tard, chargé, et par le wagon de queue : exactement comme pour les ETF thématiques du dossier technique n°03 et les SCPI de bureaux du dossier technique n°06. La constante mérite d'être nommée : les classes d'actifs se démocratisent à maturité, jamais à l'aube.

8 Les usages légitimes

L'AUTRE VERSANT — CE QUI PEUT SE DÉFENDRE, ET POUR QUI

- **Le dirigeant-investisseur qui comprend le sous-jacent :** co-investir dans des PME de son secteur, via des clubs ou en direct (notre métier M&A en somme), avec la grille du dossier technique n°01 et la valorisation du dossier IEV : là, l'asymétrie d'information joue POUR vous. C'est du travail, pas un placement.
- **Le patrimoine important déjà structuré :** une poche de 5-10 % en non-coté via des fonds de fonds ou millésimes ÉTALÉS (l'antidote au risque de millésime), en acceptant l'illiquidité décennale et en négociant les couches de frais (les parts « propres » existent au-delà de certains tickets).
- **Le FIP/FCPI fiscal : à fuir dans 9 cas sur 10 :** la réduction d'impôt à l'entrée y a historiquement servi d'anesthésiant à des performances désastreuses nettes de frais : le dossier technique n°18 l'a déjà dit : un avantage fiscal n'est jamais une raison suffisante.
- **Le crowdfunding, s'il faut vraiment :** en poche loisir (dossier technique n°23), diversifié sur des dizaines de projets, plateformes au track record TRAVERSANT 2023-2025 publié en détail (taux de défaut définitif, pas seulement « de retard »), et en comptant le rendement espéré net des défauts : soit ~4-6 %, à comparer aux 4-5 % SANS drame du fonds daté du dossier technique n°02 : la comparaison guérit généralement.

9 Ce que j'en fais, comme investisseur

POSITION — TRANCHÉE, COMME D'HABITUDE

- **Le non-coté grand public, dans sa forme actuelle : non.** Frais empilés, millésimes tardifs, sélection adverse du canal : l'ETF monde du dossier technique n°03 fait mieux, liquide, à 0,2 %. Je vérifie d'ailleurs mes gestions pilotées (PER, AV) : le non-coté « par défaut » y entre discrètement, je veux l'avoir CHOISI.
- **Le non-coté que je pratique est celui où je travaille :** des PME que je peux analyser, visiter, challenger (dossier technique n°01, dossier 32-IEV) : l'illiquidité s'accepte quand l'information compense.
- **Je traduis systématiquement les TRI en équivalent indice** (la question PME : « et le même argent en ETF aux mêmes dates ? ») : c'est le détecteur de brochures le plus efficace du non-coté.

— **Et je garde la règle des démocratisations :** quand un produit réservé s'ouvre à moi avec de la publicité, je cherche qui a besoin de ma liquidité. La réponse est rarement flatteuse.

10 Conclusion

Le private equity n'est pas une arnaque : c'est un métier réel, exigeant, dont les meilleures années et les meilleurs gérants ont créé une vraie valeur, avec du levier, du travail et du temps. Mais le produit qui arrive aujourd'hui dans les contrats du grand public n'est pas ce métier-là : c'est sa version distribuée, chargée de 4 à 6 % de frais annuels cumulés, servie en fin de cycle par un canal dont la fonction est de fournir de la liquidité aux sortants. Le crowdfunding immobilier, lui, a offert en accéléré la démonstration complète : un high yield déguisé en évidence, validé par dix ans de beau temps, liquidé par le premier orage. La morale de la vague entière tient en une phrase de comptoir : quand le gâteau arrive à votre table, demandez qui l'a entamé. Prochains dossiers : le match lump sum contre DCA, et la macro pour l'investisseur.

A Annexe · Chiffres-clés

DONNÉE	VALEUR	SOURCE
Frais canoniques du PE	**≈ 2 % de gestion + 20 % de carried (+ frais annexes)**	Standards de l'industrie
Couches retail additionnelles	**+1,5 à 3 %/an (feeder, UC, contrat)**	Documentation des produits grand public
Surperformance nette du PE vs actions cotées (PME)	**≈ nulle après frais sur les 20 dernières années**	Kaplan & co ; Phalippou (Oxford), « An Inconvenient Fact »
Dispersion entre gérants (1er vs 4e quartile)	**Dizaines de points de TRI**	Données Preqin/Burgiss
Durée d'engagement type	**8-10 ans, appels sur 3-5 ans**	Règlements des fonds
Crowdfunding immo : projets en souffrance (2024-2025)	**> 20-30 % sur plusieurs plateformes**	Baromètres sectoriels, presse patrimoniale
Rendement affiché / net de défauts estimé (crowdfunding)	**9-11 % / ≈ 4-6 %**	Calcul de l'auteur sur données publiques

B Annexe · Glossaire

Private equity (PE) : investissement au capital de sociétés non cotées (venture, growth, LBO).

LBO : rachat d'entreprise financé par la dette, remboursée par les cash-flows de la cible.

GP / LP : la société de gestion / les investisseurs du fonds.

Appel de fonds : tirage progressif de l'engagement au fil des acquisitions.

Courbe en J : pertes comptables des premières années avant les sorties.

Millésime (vintage) : année de lancement du fonds ; premier déterminant du résultat.

TRI (IRR) : rendement interne, sensible au calendrier des flux : gonflable par crédit-relais et sorties précoces.

PME (public market equivalent) : comparaison honnête : le même argent, aux mêmes dates, dans un indice coté.

Carried interest : les ~20 % de la performance revenant au gérant au-delà du seuil.

FCPR / FPCI / FIP / FCPI : les véhicules français du non-coté ; les deux derniers, à réduction d'impôt, au bilan historique médiocre.

Effet dénominateur : sur-allocation mécanique au non-coté quand les actifs cotés baissent : gèle les nouveaux engagements institutionnels.

C Annexe · Sources

Phalippou L. (Oxford), « An Inconvenient Fact: Private Equity Returns & The Billionaire Factory » ; Kaplan S. & Schoar A. et littérature PME ; données Preqin/Burgiss (dispersion, millésimes).

Recherche sur le lissage des valorisations du non-coté (« volatility laundering », Cliff Asness/AQR).

Baromètres du crowdfunding immobilier français (retards/défauts 2023-2026), communications AMF ; loi PACTE et loi industrie verte (non-coté dans l'épargne grand public).

L'Investisseur Stratège, dossiers techniques n°03, dossier technique n°23, dossier technique n°17, dossier technique n°01, dossier technique n°06, dossier technique n°18, dossier technique n°02 ; étude de valorisation IEV (dossier 32, méthode M&A).

Avertissement. Document informatif et pédagogique ; ni conseil en investissement ni recommandation. Le non-coté expose à des risques de perte totale et d'illiquidité longue. © 2026 L'Investisseur Stratège · investisseur.strategе@norvalgroup.com