



Fonds de fonds ou fonds en direct : quelle voie choisir ?



Faut-il privilégier les fonds en direct, réputés pour leur potentiel de rendement mais exposés à un risque de perte plus élevé, ou les fonds de fonds, plus diversifiés mais généralement plus coûteux ?

Si le choix dépend avant tout du profil et des contraintes de l'investisseur, le contexte actuel tend à renforcer l'attractivité des solutions multi-gestionnaires.

Vaste projet que celui d'allouer une partie de son patrimoine en actifs non cotés. Encore faut-il choisir, au préalable, le segment le plus approprié à ses besoins et à son profil (*Private Equity*, dette privée, infrastructures, immobilier non coté), puis la maturité appropriée (capital-risque, capital-développement, capital-transmission), et enfin la stratégie adéquate (primaire, secondaire, co-investissement). Une fois ces arbitrages réalisés, il reste à sélectionner les

bons modes d'accès et les structures, en particulier entre fonds de fonds et fonds en direct.

Qu'est-ce qui distingue ces deux supports ? Un fonds en direct investit dans des entreprises non cotées. Expert d'un secteur ou d'une zone géographique, le gestionnaire sélectionne dix à vingt sociétés dans lesquelles il prend des parts majoritaires ou minoritaires. C'est toute la différence avec un fonds de fonds, qui n'investit pas au capital des entreprises, mais dans d'autres fonds, qui ciblent à leur tour des sociétés non cotées.

Essence même du capital-investissement

Un fonds en direct correspond à l'essence même du capital-investissement dans un cycle de vie d'environ dix ans, dont un à deux ans pour lever des capitaux, suivis d'une phase progressive de cinq années pour les investir. La seconde moitié de son existence est consacrée au suivi des participations et à leur cession. L'argent est ensuite redistribué au fil des sorties, sous forme de capital et de plus-value.



Ces fonds offrent généralement des rendements à deux chiffres, proportionnels au risque encouru. « *Le souscripteur a une bonne visibilité sur ses placements et contrôle sa stratégie d'investissement*, résume Yann Charraire, directeur général d'AirFund, une plate-forme digitale. Parfois accessible via des fonds nourriciers (pour des tickets d'entrée réduits) qui investissent dans le fonds maître, l'investissement en direct est adapté à un souscripteur, qui a de fortes convictions ou un bon niveau d'expertise sur une thématique. »

Il reste que cette mécanique bien huilée s'est grippée ces dernières années. Dans un contexte de taux d'intérêt plus élevés et de ralentissement économique, les gérants éprouvent plus de difficultés à céder leurs participations dans de bonnes conditions, et donc à restituer leur argent aux investisseurs avec le rendement qu'ils espéraient. Dès lors, les souscripteurs expriment un besoin croissant de diversification pour limiter leur risque. La plus grande crainte des CGP est de faire perdre de l'argent à leurs clients.

Réduire le risque unitaire

« *Les fonds de fonds permettent de réduire le risque unitaire lié à une mauvaise performance. C'est un excellent outil de diversification et donc une très bonne porte d'entrée dans le non-coté pour les particuliers et les professionnels qui débutent dans cette classe d'actifs* », décrit Yann Charraire.

« *Ils offrent une diversification immédiate, géographique et sectorielle, tout en proposant un accès à des gérants*

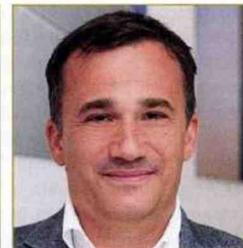
Les souscripteurs veulent de la diversification pour limiter le risque. La plus grande crainte des CGP est de faire perdre de l'argent à leurs clients.



Yann Charraire, directeur général d'AirFund.



Edouard Leurent, directeur général adjoint d'Opale Capital.



Guillaume Hilaire, directeur général délégué au développement de Magellim.

internationaux parfois inaccessibles en direct. Autre atout : leur ingénierie financière permet un déploiement optimisé du capital, souvent avec près de 100 % des sommes souscrites effectivement investies », complète Edouard Leurent, directeur général adjoint d'Opale Capital, filiale de Tikehau Capital.

Les fonds de fonds ouvrent la porte à des gérants, qui se distinguent par des performances, souvent supérieures à la moyenne, le fameux « top quartile » dans le jargon des spécialistes. « *L'enjeu est de sélectionner les meilleures équipes d'investissement européennes et américaines, et de pouvoir y accéder. En France, l'étude de référence de l'association France Invest et du cabinet EY montre qu'à fin 2023, 75 % des capitaux appelés en Private Equity réalisent un TRI (taux de rendement interne) net supérieur à 5,1 % et un multiple supérieur à 1,2 fois. Quant au quartile supérieur, les résultats affichés sont sans équivoque avec, en moyenne, 24,6 % de TRI pour un multiple de 2,4 fois. Autrement dit, la classe d'actifs délivre de la performance, mais l'écart entre acteurs est décisif. La sélection est ainsi au cœur de la performance* », écrit Pierre Marin, directeur général de RockFi, dans un livre blanc intitulé « *Private Equity : le chaînon manquant des portefeuilles performants* ».

Sélection draconienne

Les experts se targuent d'une sélection draconienne pour accéder à la crème de la crème. Opale Capital indique retenir 1 % seulement des fonds qu'elle ana-

lyse. Elevation Capital Partners met également en avant un processus très rigoureux : mille fonds sélectionnés, deux cents fonds étudiés, cent premiers rendez-vous, quarante fonds analysés et quinze à vingt validés, décrit la filiale du groupe Inter Invest sur son site Internet. Historiquement tournées vers les fonds en direct, plusieurs sociétés de gestion répondent désormais aux attentes du marché avec un ou plusieurs fonds de fonds. C'est le cas du groupe Magellim qui ajoute à ses fonds à impact, un fonds de fonds Evergreen (sans échéance prédéfinie). « *Il sera notamment exposé à la santé et à l'éducation, deux secteurs porteurs qui s'inscrivent pleinement dans nos convictions d'investissement*, précise Guillaume Hilaire, directeur général délégué au développement du groupe Magellim. *Nous retenons des sociétés de gestion avec un historique de performance solide et une expertise reconnue.* »

Après avoir proposé quatorze fonds en direct à partir de 100 000 euros, la plate-forme AirFund propose, depuis fin septembre, un fonds de fonds de Swen Capital Partners, filiale d'Ofi Invest. La stratégie d'investissement de Capital Entreprises 4, dédié au financement des PME et des ETI en France, repose sur une allocation composée d'environ 50 % de fonds primaires, 20 % de fonds secondaires et 30 % de co-investissements directs. Elle s'oriente en priorité vers le capital-développement et le capital-transmission, avec une exposition plus marginale au capital-risque.

Dans cet effort de diversification, des gérants sortent également des sentiers battus sur des stratégies de niche et →

décorrélées des marchés. Ainsi, **Entrepreneur Invest** vient de sélectionner deux fonds de Katch, une société de gestion britannique, dans le financement de contentieux. « *Katch finance des actions collectives ("class actions") ou des litiges commerciaux en prenant en charge, en amont, les frais d'avocats, souvent très élevés. Un dossier comme celui du "Dieselgate" peut mobiliser entre 20 et 30 millions d'euros en honoraires avant même d'être jugé. Ces coûts sont avancés par le fonds, qui perçoit une part des indemnités obtenues en cas de succès. Nous avons retenu deux fonds gérés par Katch : l'un axé sur des contentieux de longue durée, au rendement potentiellement plus élevé, l'autre sur des procédures plus courtes, rapides et diversifiées. Cette combinaison permet d'équilibrer la recherche de performance et la maîtrise du risque* », explique Frédéric Zablocki, Senior Partner chez **Entrepreneur Invest**.



Frédéric Zablocki, Senior Partner chez **Entrepreneur Invest**.



Pierre Tassin, CGP indépendant et fondateur du cabinet Aginor.

d'un fonds de fonds, il faut ajouter entre 2 et 3 % aux 2 % et 20 % des fonds sous-jacents. En tout, cela peut représenter 4 à 5 % de frais annuels, calcule Edouard Leurent. Or il faut savoir qu'un point de frais annuels équivaut à environ deux points de TRI net en moins pour l'investisseur. En effet, les frais sont calculés sur les engagements, tandis que le TRI ne mesure que la performance des capitaux effectivement appelés. Un fonds de fonds qui facture 4 à 5 % de frais peut donc coûter jusqu'à dix points de TRI net, entre la performance des entreprises en portefeuille et celle que vous percevez réellement. »

Pas à n'importe quel prix

Pierre Tassin, CGP indépendant et fondateur du cabinet Aginor, arrive à une conclusion analogue à propos de la nouvelle offre *Private Equity* lancée le 15 septembre par la plate-forme d'épargne Trade Republic. « *La démo-*

cratisation du Private Equity ne doit pas se faire à n'importe quel prix, met-il en garde. Trade Republic lance son fonds Eltif Private Markets avec un argument choc : investir en Private Equity dès un euro. Sur le papier, l'idée séduit. Dans les faits, les frais s'accroissent. Le véhicule repose sur deux fonds sous-jacents : Apollo (2,8 % de frais annuels) et EQT (2,35 %), ce dernier étant un fonds de fonds qui ajoute encore 1 à 2 % de frais. S'y ajoutent des commissions de surperformance (environ 1,7 %) et, chez Apollo, jusqu'à 5 % de frais de sortie. Résultat : près de 5 % de frais par an. Autrement dit, pour viser 12 % nets, il faudra générer plus de 17 % de performance brute. Une équation ambitieuse, surtout avec une structure Evergreen qui immobilise du cash pour garantir la liquidité. Le Private Equity est une classe d'actifs formidable, mais il ne gagne rien à mélanger promesses marketing et réalité économique. »

Mauvaises surprises

Néanmoins, les frais des fonds en direct peuvent aussi réserver de mauvaises surprises, en particulier lors des closings successifs, comme l'explique Yann Charraire : « *Les investisseurs des deuxième ou troisième closing bénéficient d'une visibilité sur les entreprises investies que les tout premiers souscripteurs n'ont pas eue. En contrepartie, ils paient une prime de souscription calculée au prorata temporis, qui compense le risque pris par les premiers entrants. Cette prime peut atteindre 5 à 6 % supplémentaires et s'ajoute aux frais de gestion habituels, soit environ 2 % par an, et au carried interest éventuel* ».

Certains gérants réussissent parfois à alléger la facture des fonds de fonds : « *Nous cherchons à réduire les frais en accédant à la part institutionnelle des fonds sélectionnés, plutôt qu'à la tranche retail, indique Guillaume Hilaire. L'objectif est de mutualiser un grand nombre de tickets de particuliers afin d'atteindre des montants significatifs. Le seuil peut dépasser 5 millions d'euros chez* →

Diversification ou chevauchement

Attention néanmoins, car l'étendard de la diversification peut également être brandi abusivement : « *Si quinze sociétés représentent deux tiers de l'encours du fonds de fonds, l'exposition réelle est beaucoup plus concentrée qu'il n'y paraît*, avertit Edouard Leurent. *Le Private Equity peut être un vecteur puissant de diversification, mais il ne l'est pleinement que si l'allocation est réfléchie. Il ne s'agit pas seulement d'élargir l'exposition, mais de la structurer intelligemment, en s'assurant que les couches de diversification (secteur, géographique, taille, style, cycle) se combinent sans se chevaucher.* »

Les frais constituent également un point de vigilance : « *Un fonds en direct typique facture 2 % de frais de gestion et 20 % de carried interest ou commission de surperformance. Pour rendre ce fonds accessible à partir de 100 000 euros, il faut souvent passer par un fonds nourricier, qui ajoute 1 %, soit un total de 3 % environ. Mais pour la gestion propre*

Les frais des fonds en direct peuvent aussi réserver de mauvaises surprises, en particulier lors des closings successifs...



« Les fonds de fonds offrent une double diversification »

Pierre Marin et Antoine Lemaire, respectivement directeur général et associé de RockFi, une FinTech de gestion de patrimoine née en 2023, analysent les enjeux du choix entre fonds de fonds et fonds en direct. Ils expliquent pourquoi ils conseillent à leurs clients une allocation indirecte pour réduire le risque de leur portefeuille, accroître la diversification et accéder aux meilleurs gérants.



Pierre Marin, directeur général de RockFi.



Antoine Lemaire, associé de RockFi.

Les fonds nourriciers (ou Feeders) ne permettent-ils pas également un accès à des fonds de grands gérants avec des montants réduits ?

Certains grands gérants ne les ouvrent pas au grand public, notamment s'ils disposent de suffisamment d'encours auprès des institutionnels. Et la diversification est moindre.

A ticket égal, un client accède à plus de lignes via un fonds de fonds qu'avec un Feeder.

Pouvez-vous présenter Rockfi ?

Pierre Marin : Notre objectif est de moderniser la gestion de patrimoine pour les entrepreneurs, les dirigeants et les familles. Depuis notre lancement en 2023, nous avons levé 22 millions d'euros auprès de trois fonds de capital-risque: Varsity, le fonds de Didier Valet, ancien numéro deux de la Société générale, de Kerala, dirigé par Antoine Freysz, un des Business Angels les plus actifs de la place, et de Partech, un acteur de référence du *venture* en Europe. Ces ressources nous ont permis de constituer une équipe d'ingénieurs en technologie, dont la plupart viennent de Qonto.

En matière d'actifs non cotés, comment intervient la distinction entre fonds de fonds et fonds en direct dans votre travail d'allocation ?

Antoine Lemaire : Le choix repose avant tout sur des arbitrages de diversification. Les fonds de fonds diluent le risque et offrent une double diversification. Investir en direct dans une société revient à choisir une seule ligne. Passer par une société de gestion permet d'accéder à un portefeuille diversifié. Miser sur un fonds de fonds, c'est élargir encore l'exposition en s'ouvrant à plusieurs sociétés de gestion, chacune détenant ses propres lignes. Ce raisonnement est proche de celui qu'on applique aux ETF dans les marchés cotés, en achetant le marché plutôt qu'une seule action.

Quels types de clients privilégient les fonds de fonds ?

Aucun client ne vient vers nous avec l'intention de tripler ou quintupler son capital en cinq ans. Ils veulent sécuriser leur patrimoine et le transmettre à leurs enfants. Ce sont souvent des entrepreneurs qui ont vendu leur société, ont réalisé un capital et souhaitent le pérenniser. Pour eux, la diversification l'emporte sur la recherche de performance extrême. Il n'est donc pas question d'investir dans des lignes directes avec un risque élevé de pertes. Le choix des fonds de fonds correspond donc à une approche en « bon père de famille ».

Quels autres avantages vos clients trouvent-ils dans les fonds de fonds ?

Ils donnent accès à des fonds de qualité, avec des performances supérieures aux fonds auxquels les investisseurs privés accèdent en direct. Les grands gérants, comme Lexington, Goldman Sachs, KKR ou Ardian, s'adressent d'abord aux institutionnels, avec des tickets d'entrée de plusieurs millions d'euros. Un fonds de fonds peut, en revanche, mutualiser les demandes et constituer un ticket global. Un investisseur disposant de 500 000 euros peut ainsi investir dans une vingtaine de fonds et, par ricochet, dans plusieurs centaines d'entreprises en portefeuille. Une de ces entreprises peut certes faire défaut, mais le risque est très réduit.

Existe-t-il des fonds de fonds sur toutes les stratégies et maturités d'investissement ?

Il existe des fonds de fonds sur les différentes verticales (*venture, growth, buyout*), ce qui permet de s'exposer à des stratégies audacieuses, tout en mutualisant son risque. Les principaux investissent dans des fonds secondaires (qui achètent des parts de fonds existants). Les fonds sont ainsi déployés plus rapidement. Cette réduction de la courbe en J (baisse initiale de la performance avant une remontée progressive) est très appréciée de nos clients. Avec les fonds en direct, il faut, en revanche, attendre plusieurs années avant que le capital soit appelé et que les distributions commencent.

Quelles sont les différences de frais entre fonds de fonds et fonds en direct ?

Un fonds en direct facture généralement entre 1 et 2 % de frais de gestion pour l'équipe de gestion sous-jacente, et 1 % pour l'accès à cette structure, soit environ 2-3 % de frais annuels. Un fonds de fonds ajoutera une couche supplémentaire de 0,5 à 1 %, portant le total entre 2,5 et 4 % selon les cas, sans tenir compte de la commission de surperformance (*carried interest*). Ces frais supplémentaires rémunèrent l'expertise de sélection et l'accès à une plus grande diversification. Mais la performance nette reste souvent plus régulière et plus robuste que pour les fonds en direct. En capital-risque en direct, le taux de casse à cinq ou dix ans, c'est-à-dire la proportion de fonds qui perdent de l'argent, atteint 30 %. Dans les fonds de fonds, il peut être inférieur à 2 % pour certains des fonds secondaires de capital-transmission. La protection a un coût, mais elle est justifiée.

Existe-t-il des situations où les fonds en direct sont plus pertinents ?

Il arrive que plusieurs fonds soient investis dans les mêmes entreprises sous-jacentes. Dans ce cas, la diversification dans plusieurs fonds est inutile et ajoute des frais pour rien.

Les fonds en direct sont également adaptés aux clients avertis qui ont une conviction forte sur une thématique précise, une maturité d'investissement (*venture, growth, LBO*) ou une équipe d'investissement. Par exemple, s'ils souhaitent s'exposer à la défense ou à la tech, et qu'ils ont identifié un fonds spécialisé, le fonds en direct permet de matérialiser cette conviction, en supprimant une couche de frais. Il est aussi possible, pour les clients les plus fortunés, de reconstituer une allocation multi-fonds eux-mêmes, en sélectionnant dix à quinze fonds. Mais cela suppose une capacité de sélection que tout le monde n'a pas.

■ Propos recueillis par Nicolas Raulot



certaines grandes sociétés de gestion. En attendant d'atteindre cette taille critique, les capitaux collectés sont placés dans nos fonds internes comme Sustainable Water Fund, un véhicule maison investi dans le secteur de l'eau.»

« Notre approche est celle de fonds de fonds monostratégies, ou multifonds, poursuit Edouard Leurent. Nous sélectionnons trois ou quatre gérants qui font le même métier, dans des géographies ou des segments différents, sans nous disperser. Par exemple, nous gérons un multifonds dédié au crédit tactique, un autre au secondaire, un troisième au co-investissement. Le fait que les gérants partagent la même stratégie simplifie la gestion et en réduit les coûts. Nous sommes entre 1,2 % et 1,5 % de frais supplémentaires, contre 2,5 % sur un fonds de fonds classique. »

En outre, les frais élevés des fonds de fonds ne semblent pas affecter leur rendement relatif, comme le montre la dernière étude de l'Autorité des marchés financiers portant sur quarante-sept fonds en direct et dix fonds de fonds sur une période allant de 1992 à 2023

Selon une étude de l'AMF, les frais élevés des fonds de fonds ne semblent pas affecter leur rendement relatif...

(cf. graphique ci-dessous). « Les rendements historiques des FCPR (fonds communs de placement à risques) non-Evergreen structurés en parts de fonds d'actifs financiers non cotés professionnels se démarquent clairement, avec un taux de rendement médian et moyen pondéré respectifs de 7,5 % et 10,6 %, des FCPR investissant directement dans des entreprises non cotées. La médiane et le taux de rendement pondéré des FCPR exposés directement à des actifs financiers non cotés ressortent à des niveaux respectifs de 2,4 % et 4,1 % », compare le régulateur.

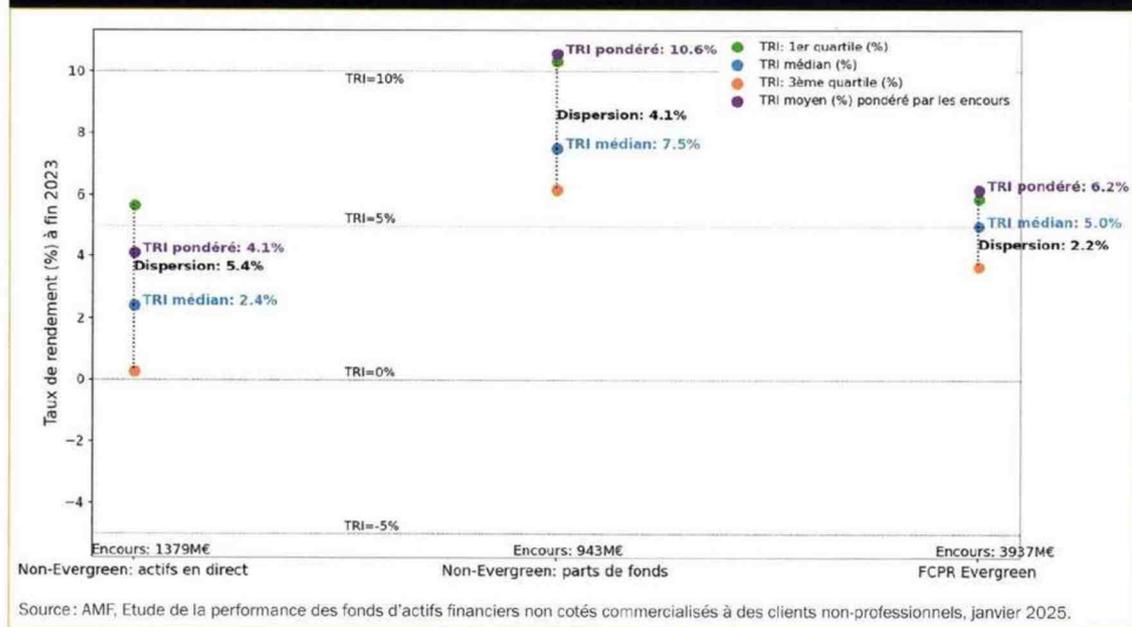
L'AMF précise toutefois que la performance élevée des dix FCPR structurés en fonds de fonds est tirée vers le haut par deux fonds d'une même société de gestion, qui affichent des taux de rendement de 24 % et 25 %. A noter que 82 % des FCPR non-Evergreen investissent en direct. En encours, la répartition est plus équilibrée : 41 % des encours sont investis via des parts de fonds professionnels (cf. graphiques page suivante).

Laisser le choix

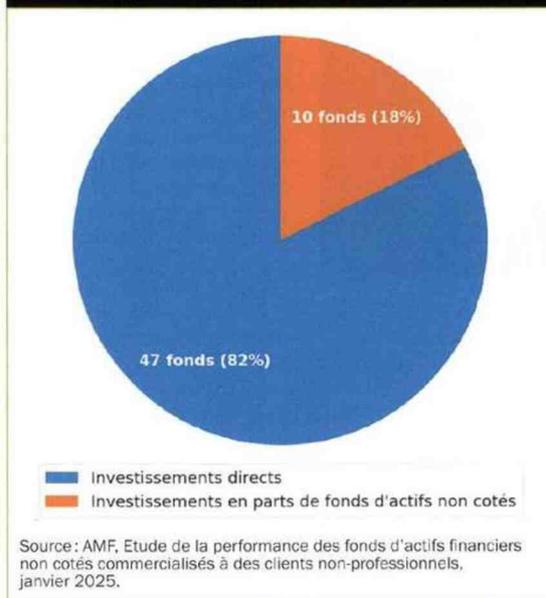
Dans un article paru sur son site Internet, la plate-forme Moonfare parvient à une autre conclusion : « Une étude universitaire souvent citée, menée par Fang, Ivashina et Lerner, montre que sur la période 1991-2010, les opérations "solo" ont généré un TRI de 22 %. Soit une surperformance d'environ 6,8 points par rapport aux indices de référence des fonds sur la même période ».

Quoi qu'il en soit, les sociétés de gestion préfèrent laisser le choix aux investisseurs. « Notre philosophie, c'est de pou-

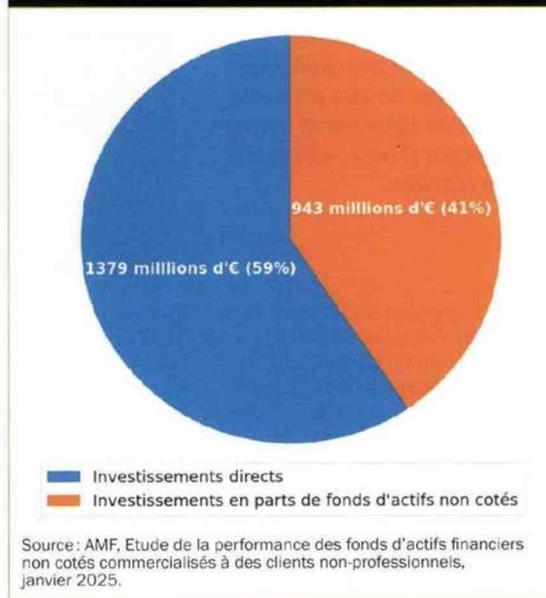
Distribution du taux de rendement annualisé à fin 2023 des différentes catégories de FCPR



Répartition du nombre de FCPR non-Evergreen selon le type d'investissements



Répartition des encours des FCPR non-Evergreen selon le type d'investissements



voir offrir des fonds en direct et des fonds de fonds pour proposer l'offre la plus large à nos partenaires CGP et banques privées », indique Frédéric Zablocki. « La réponse dépend du profil de l'investisseur et de son exigence en matière de couple rendement-risque. Pour un inves-

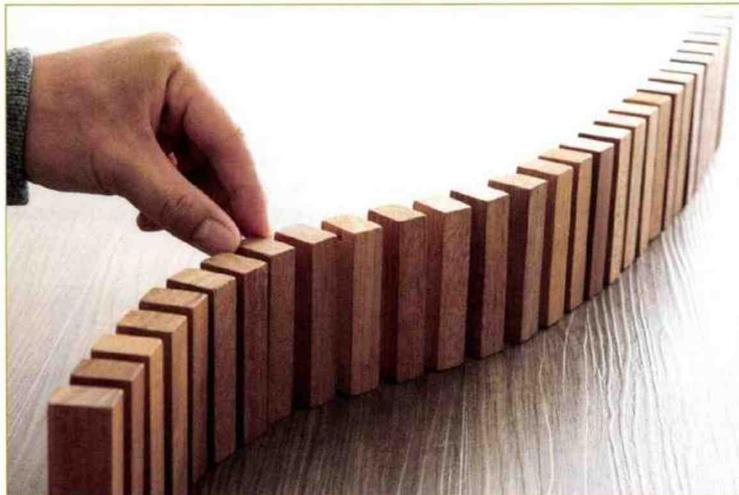
tisseur équilibré, à la recherche d'une exposition prudente et bien diversifiée au Private Equity, la meilleure combinaison reste souvent un fonds de fonds bénéficiant d'un niveau de frais compétitif, très proche de celui des fonds nourriciers (et donc sans couche additionnelle de car-

ried interest), mais avec une capacité réelle à déployer 100 % des capitaux dans des fonds internationaux différenciants », conclut Edouard Leurent.

Mais « les fonds en direct conservent souvent les faveurs des investisseurs les plus fortunés et des family offices qui peuvent constituer eux-mêmes leur portefeuille en mettant à profit leur expertise sectorielle », pondère Karim Boussetta, responsable sur le départ de Moonfare pour la France et le Benelux.

Ils gardent également toute leur place pour des raisons fiscales. L'investissement en direct permet de préserver l'avantage fiscal du fonds comme ceux dépendant de l'article 150-0 B ter du Code général des impôts (CGI), grâce auquel les chefs d'entreprise reportent leur imposition de plus-values après une cession.

Idem pour les fonds dits article 163 quinquies B, qui permettent une exonération d'impôt sur le revenu (seuls les prélèvements sociaux restent dus), ou un taux réduit d'impôt sur les sociétés.



■ Nicolas Raulot