



Le co-investissement : levier de performance ou prise de risque excessive ?

Assortie de frais nuls ou réduits, cette stratégie séduit les investisseurs. Le co-investissement est désormais accessible aux particuliers sous la forme de fonds de fonds diversifiés ou de fonds dédiés. Attention toutefois à ne pas croire aux miracles et à rester très sélectifs.

Ilexiste différentes manières d'investir dans le *Private Equity*. La première consiste à souscrire à un fonds lors de sa levée de capitaux initiale. On parle alors d'un fonds primaire. La deuxième suppose d'investir dans des parts d'un fonds existant, parce qu'un investisseur institutionnel ou un gérant allège ou déplace son exposition avant son terme. Il s'agit des fonds secondaires. Et il en existe une troisième, qui donne la possibilité de s'engager aux côtés d'un fonds dans une ou plusieurs entreprises spécifiques.

Bienvenue dans le monde du co-investissement ou du « co-invest » comme disent les professionnels. Un format dont on entend souvent parler sans toujours savoir comment y accéder et si le risque mérite vraiment d'être pris.

Syndiquer un deal

« Le co-investissement s'est développé avec la montée en puissance du capital-investissement, notamment du capital-transmission ou LBO (Leveraged Buy-out). Lorsqu'un fonds de Private Equity identifie une opportunité, celle-ci peut nécessiter un montant supérieur à ses capacités ou à ce qu'il souhaite investir. Il va alors syndiquer le "deal",

en proposant à d'autres intervenants de co-investir à ses côtés », explique Yann Charraire, directeur général adjoint d'AirFund, une plate-forme digitale d'investissement en non-coté, qui compte Amundi et Indosuez Wealth Management parmi ses actionnaires.

« Prenons l'exemple de Sagard, la société de gestion dont j'étais directeur général pendant vingt ans. Pour gérer un fonds d'un milliard d'euros avec une règle qui nous limitait à 15 % par opération, nous ne pouvions pas investir plus de 150 millions d'euros par deal. Si une acquisition nécessitait 250 millions d'euros en fonds propres, nous devions donc trouver 100 millions auprès d'autres de nos propres investisseurs. C'est là qu'intervient le co-investissement », illustre Frédéric Stolar, Managing Partner d'Altarc, plateforme digitale créée en 2021, qui dispose de 1,4 Md€ sous gestion.

Avec la hausse brutale des taux engagée en 2022, et le durcissement des conditions de crédit, les gérants ont eu d'ailleurs tendance à accroître la part de fonds propres, au détriment de la dette, dans leurs opérations, et donc à recourir davantage au co-investissement.

Ce partage est le plus souvent réservé à des investisseurs avec qui le gérant tra-

vaille déjà afin d'entretenir de bonnes relations commerciales avec eux. Ces investissements conjoints sont en effet très prisés, car généralement exonérés de frais de gestion et de commission de surperformance (carried interest). Dans le jargon, on dit « no fee, no carry ». « Pour les meilleurs fonds, comme CVC, TA Associates, General Atlantic ou HG Capital, les co-investissements sont syndiqués auprès de leurs investisseurs existants. Pour ces derniers, c'est aussi un moyen de négocier de meilleures conditions. Par exemple, un institutionnel qui s'engage à hauteur de 100 millions d'euros peut négocier 20 % ou 30 % de co-investissements sans frais », poursuit Frédéric Stolar. C'est donnant-donnant. Ces échanges de bons procédés peuvent même aller plus loin : « Certains investisseurs entrent parfois dans des fonds de Private Equity uniquement pour accéder au co-investissement. Une fois ces derniers obtenus, ils revendent leurs participations dans le fonds principal sur le marché secondaire », note Paul Moreno-Blosseville, président d'Opale Capital.

Il y a tout de même des exceptions à cette relation exclusive : « Un fonds peut vouloir attirer un nouvel investisseur.

Lui offrir une opportunité de co-investissement peut améliorer les relations futures », indique Frédéric Stolar.

Agilité nécessaire

Les compagnies d'assurance ou les caisses de retraite n'ont toutefois pas toujours l'agilité nécessaire pour participer à ce marché en direct.

Il nécessite en effet des décisions fermes prises en deux ou trois semaines. Plutôt que de s'exposer à des entreprises individuelles, ces institutionnels optent donc souvent pour des fonds spécialisés en co-investissement.

Les équipes multi-stratégies des sociétés de gestion sont souvent mieux équipées pour répondre aux propositions des gérants primaires (cf. l'interview de Laurent Ghilardi de Swen CP). En France, quelques acteurs tirent leur épingle du jeu sur ce segment, comme Access Capital Partners, Ardian, Bpifrance, Flexstone (filiale de Natixis Investment Managers) ou encore IDI.

Si l'absence de frais ou les commissions réduites reviennent toujours en premier parmi les avantages cités, le co-investissement comporte d'autres atouts significatifs. « *Le potentiel de diversification est primordial. Un fonds de buy-out classique se concentre généralement sur une taille d'entreprise spécifique (small, mid ou large cap) ou bien sur une zone géographique précise. Un fonds de co-investissement peut, en revanche, investir dans une variété de deals sponsorisés par différents fonds, dans plusieurs secteurs et régions* », souligne Yann Charraire.

« *On bénéficie de l'expertise des fonds principaux, tout en profitant d'une diversification sectorielle trois ou quatre fois plus importante que pour un fonds primaire* », confirme Paul Moreno-Blosseville.

« *Un bon fonds de co-invest donne accès à plusieurs secteurs et stratégies. Mais, par nature, il reste plus concentré qu'un fonds de fonds, au sens où il s'expose à un nombre plus réduit d'entreprises* », relativise Emmanuel Narrat, fondateur du cabinet Haussmann Patrimoine.

« *L'un des principaux atouts, c'est l'investissement intégral dès le départ, complète Julien Wormser, directeur général délégué de Banque Wormser Frères, et ancien Partner du fonds MBO+. Contrairement aux fonds classiques, où l'argent est appelé sur plusieurs années,*

les fonds se déploient immédiatement. Cela atténue la fameuse courbe en J, caractéristique du Private Equity, et favorise le rendement. »

Emmanuel Narrat relativise néanmoins cet argument : « *Dans les fonds secondaires, cette courbe en J est, il est vrai, considérablement aplatie, car ils investissent dans des actifs déjà matures, ce qui réduit en effet la phase initiale de sous-performance typique des fonds primaires. Cela se vérifie moins sur du co-invest, car comme un fonds primaire, un fonds de co-investissement démarre en début de cycle. Selon moi, le premier avantage, outre la structure des frais, c'est l'accès à des opportunités normalement réservées aux institutionnels. De nombreux deals restent inaccessibles aux investisseurs privés en raison de la taille des tickets d'entrée. Avec le co-invest, ils peuvent se positionner sur ces opérations via des véhicules adaptés.* »

Fortes convictions

Moyennant quoi, et compte tenu de frais plus réduits, le rendement peut très bien dépasser celui d'un fonds primaire, plus attaché à une mutualisation de son portefeuille : « *Tout repose sur la qualité des équipes, leurs fortes convictions et leur capacité à dénicher les entreprises les plus performantes. Les gérants de co-investissement peuvent se permettre de faire leur marché auprès d'équipes différentes* », rappelle Emmanuel Narrat. Attention, car qui dit concentration du portefeuille, dit aussi risque élevé. « *Si l'un des co-investissements rencontre des difficultés, l'impact sur la performance globale sera plus marqué* », avertit Frédéric Stolar. La difficulté, c'est aussi que les décisions de co-investissements doivent être prises rapidement, ce qui signifie que le gérant doit être réactif et disposer d'une trésorerie mobilisable. Certains acteurs du marché n'ont pas toujours le temps ou les moyens d'effectuer une analyse approfondie des dossiers, ce qui peut amener à des erreurs de sélection. »

Gare aux mauvaises affaires donc. Selon Frédéric Stolar, les particuliers doivent éviter les aventures en solo et y regarder à deux fois avant d'accepter les propositions de co-investissements qui leur sont faites : « *Il faut rester très vigilant. Une proposition exceptionnelle signifie sou-*

vent que les investisseurs institutionnels habituels du fonds l'ont rejetée. Peut-être que le deal était-il trop complexe, le timing de la syndication trop serré, ou bien la qualité de l'entreprise insuffisante. Vous n'avez aucun droit de regard sur la gestion de l'entreprise. Vous dépendez entièrement du fonds majoritaire pour piloter la performance et gérer d'éventuelles difficultés. Vous devez donc lui faire une confiance absolue et vous n'avez pas la possibilité de mener vos propres due diligences. Le deal est déjà structuré, vous ne faites que lire la documentation du fonds. »

« *Il est crucial de bien choisir les sociétés de gestion avec lesquelles on investit. Chez Haussmann Patrimoine, nous privilégions les acteurs qui disposent d'une expertise avérée en Private Equity et qui effectuent une due diligence aussi rigoureuse que sur des investissements en direct* », ajoute Emmanuel Narrat.

Conclusion, il faut se garder de voir dans le co-investissement un produit miracle. « *Les meilleurs deals ne sont pas accessibles à tout le monde. Il vaut mieux se tourner vers les professionnels* », conclut Frédéric Stolar.

Il faut donc privilégier des solutions diversifiées, sous la forme d'un fonds dédié au co-investissement, ou bien d'un fonds de fonds traditionnel. Ces deux voies empruntées par les investisseurs professionnels sont désormais à la disposition de la clientèle privée et des particuliers.

Co-investissements à impact

« *Lorsque nous avons commencé à nous intéresser au Private Equity, nos partenaires nous ont progressivement invités à co-investir en direct sur certains deals. Mais plutôt que de proposer à nos clients des opérations au coup par coup, nous avons décidé de structurer des fonds. Notre offre est désormais organisée avec des millésimes annuels, comprenant cinq à six opérations par an* », explique Julien Wormser.

« *En plus de nos millésimes 2023, 2024 et maintenant 2025, nous avons lancé cette année WF Continuation Durable, un véhicule dédié à des co-investissements à impact. Il regroupe deux opérations issues de fonds de continuation classés article 9. Le premier investissement a été réalisé aux côtés d'Ambienta, un fonds européen spécialisé dans l'environnement, avec une participation dans Wateralia, une entreprise de traitement*

de l'eau. Le second concerne Syclef, un actif bien connu qui a fait l'objet d'un fonds de continuation d'Ardian au début de l'année », poursuit-il.

La banque vise 100 millions d'euros de collecte en *Private Equity* cette année, dont la moitié en co-investissement, via le millésime 2025 et le fonds de continuation. « Nos clients doivent être conscients que le co-investissement est plus concentré qu'un fonds primaire, qui peut regrouper une trentaine d'actifs. C'est pourquoi nous recommandons de l'intégrer dans un portefeuille diversifié. D'ailleurs, nous proposons en complément une dizaine de fonds primaires thématiques – santé, Tech, infrastructures, dettes privées, etc. – pour élargir leur exposition », souligne le banquier.

De son côté, AirFund propose aux investisseurs privés un fonds nourricier du sixième millésime géré par Omnes Capital. Ce fonds

est ouvert à la souscription jusqu'en mai 2025. La plate-forme prépare également le lancement d'un fonds de co-investissement en infrastructures « avec un acteur majeur du Private Equity européen ».

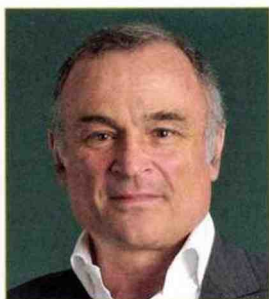
En septembre dernier, Opale Capital a aussi annoncé le lancement d'Opale Capital Strategies Co-Investment, exposé aux stratégies de trois sociétés de gestion : AlpInvest, Lexington Partners et LGT Capital Partners. Le fonds propose ainsi un portefeuille cible d'environ deux-cent-cinquante entreprises sous-jacentes, réparties principalement en Amérique du Nord (60 %), en Europe (35 %) et en Asie (5 %). Il est structuré sous la forme d'un fonds professionnel spécialisé (FPS) de droit français, avec une durée de vie de dix ans, extensible si nécessaire, et un investissement minimum de 100 000 euros. Les investisseurs peuvent aussi goûter au co-investisse-

ment avec des fonds de fonds proposés par d'autres plates-formes.

En février, Haussmann Patrimoine a organisé un webinaire avec Peqan à l'approche de la clôture du fonds de fonds Peqan Convictions 2023. Investi dans une série de fonds primaires, comme Keensight Nova VI, Sagard New Gen, Emergence ETI II ou Verto Growth II, et de fonds secondaires, comme Portfolio Advisors ou BEX, ce FCPR comprend également une poche de co-investissements de 20 %. Il est disponible avec un ticket d'entrée de 10 000 euros minimum et un TRI (taux de rendement interne) cible supérieur à 10 %. « Si les fonds primaires constituent la colonne vertébrale de la création de valeur du portefeuille, si les fonds secondaires lui apportent vélocité et diversification, le co-investissement direct ajoute de la performance de manière opportuniste », résume Sassan Golshani, directeur du développement de Peqan.



Yann Charraire, directeur général adjoint d'AirFund.



Frédéric Stolar, Managing Partner d'Altarc.



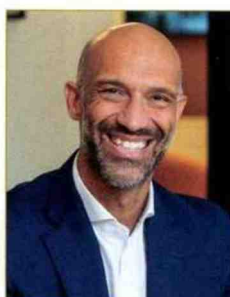
Paul Moreno-Blosseville, président d'Opale Capital.



Emmanuel Narrat, fondateur d'Haussmann Patrimoine.



Julien Wormser, directeur général délégué de Banque Wormser Frères.



Sassan Golshani, directeur du développement de Peqan.



Pierrick Le Maner, gérant chez Peqan.