



BOURSE / Performance

Private Equity, la performance au détriment de la liquidité

D'abord abordé sous l'angle fiscal par les CGP, le capital-investissement « traditionnel » se démocratise et suscite l'appétit des investisseurs pour son potentiel de performance et sa moindre volatilité. Pour autant, la classe d'actifs suppose des risques et illiquidité : elle reste donc réservée à la clientèle aisée pour une portion limitée de leur patrimoine.



Progressivement, le capital-investissement se démocratise sur le marché de l'épargne. Il a fait son trou par les fonds fiscaux (IR et ISF), avant que le *Private Equity* « traditionnel » n'émerge. En effet, face à des taux de rendement au plus bas, les épargnants ont cherché à diversifier et à dynamiser leur patrimoine, tout en réduisant leur volatilité. Désormais, le *Private Equity* effectue sa percée dans l'assurance-vie, placement incontournable sur le marché français de l'épargne.

La classe d'actifs jouit également des faveurs des politiques qui, à travers elle, souhaitent dynamiser la croissance de l'économie nationale et de l'emploi. « *Le Private Equity jouit du soutien du gouvernement en faveur d'une détention plus longue des actifs. Ce mouvement a commencé dès 2014 avec la création de l'eurocroissance. De même, la mise en place d'un avantage fiscal contre une détention longue sur les FCPR et FPCI existe depuis longtemps* », souligne Sophie Chateau, associée et responsable des relations investisseurs de LBO France, société indépendante spécialisée dans le capital-transmission depuis plus de trente ans.

Néanmoins, le *Private Equity* demeure une classe d'actifs et illiquide dont l'accès doit être réservé aux épargnants les plus aisés.

« *Historiquement, le capital-investissement permettait avec la loi TEPA d'allier l'utile à l'agréable assorti de la carotte fiscale de l'ISF. L'investissement dans le non-coté a toujours fait du sens avec un niveau de performance élevé et la volonté politique, tout comme celle des épargnants, d'accompagner le développement des PME et ETI. Pour les investisseurs, la proximité des PME rend leurs investissements concrets et utiles, le tout sans subir les aléas des marchés boursiers. La classe d'actifs offre également une vraie diversification par rapport à l'assurance-vie* », résume Jérôme Devaud, directeur général délégué d'Inter Invest, spécialiste du dispositif Girardin qui crée son activité de capital-investissement en 2015 (la société de gestion a ensuite été lancée en 2016), avec comme objectif d'étendre son champ d'action auprès des entreprises ultramarines via des FIP-IR et ISF dans les Dom-Com pour, ensuite, se déployer en métropole via des FPCI, club deals et mandats d'apport-cession.

La collecte des fonds fiscaux en chute libre

Si le capital-investissement français a émergé sur le marché de l'épargne par les fonds fiscaux, la suppression de l'ISF a fait chuter la collecte. Selon

l'étude « *Levées de capitaux par les FCPI et les FIP en 2018* » de France Invest et l'AFG, la collecte a reculé de 67 % (44 fonds ont levé 355 M€ auprès de 57 000 souscripteurs) en raison de la suppression du dispositif fiscal ISF-PME, alors que l'année précédente « *l'autorisation d'imputation de la réduction d'impôt de l'ISF-PME sur l'IFI dû au titre de 2018 avait entraîné une augmentation exceptionnelle des souscriptions* ». De même, l'incertitude liée au passage de la réduction d'IR de 18 à 25 % et le prélèvement à la source ont freiné l'appétit des investisseurs... Néanmoins, le marché des fonds fiscaux reste spécifique avec des véhicules fortement contraints dans leurs investissements. « *En France, le Private Equity est surtout connu sous l'angle fiscal, mais il convient de rappeler que 85 % de la collecte de 2018 – entre 15 et 16 Md€ (dont 65 % sur le capital-transmission notamment, parce que ce marché est impacté par de grosses opérations) – repose sur les investisseurs institutionnels*, assure Jean-David Haas, directeur général et cofondateur de NextStage AM, qui opère sur le capital-développement. Or, ces dernières années, la classe d'actifs se démocratise ; c'est un challenge et une opportunité pour notre marché que de s'ouvrir au grand public. »

Pays : France
Périodicité : Mensuel
OJD : 21000

Une surperformance régulière

Car de manière plus « classique », le *Private Equity* offre des perspectives de rendement attractives. « Sur dix, vingt et trente ans, il surperforme toutes les autres classes d'actifs de plus de 2 % par an, en contrepartie d'une prise de risque en capital spécifique au capital investissement », poursuit Jean-David Haas. Selon les données de la dernière étude « Performance nette des acteurs français du



Sophie Chateau, associée et responsable des relations investisseurs de LBO France.



Jérôme Devaud, directeur général délégué d'Inter Invest.

capital-investissement » publiée le 27 juin dernier par France Invest et E&Y, la performance nette depuis l'origine est de + 9,7 % (de début 1987 à fin 2017). Sur dix ans, il surperforme les autres classes d'actifs, avec une performance annualisée de + 6,3 %, contre +3,2 % pour le CAC 40 ou +4,5 % pour l'immobilier (de 2008 à fin 2017 - cf. graphique « Performances annuelles sur 10 ans »).

On distingue quatre typologies (cf. graphique « TRI nets par horizon d'investissement ») :

- le capital-innovation, où les performances ne sont pas bonnes en France ;
- le capital-développement, qui délivre un rendement régulier légèrement supérieur à 7 % par an sur trente ans ;
- le capital-transmission (LBO), qui délivre une belle performance également, avec 13,6 % sur trente ans ;

- et le capital-retournement, peu significatif en France.

« Par rapport aux autres classes d'actifs, le capital-investissement offre une surperformance attractive pour les investisseurs institutionnels et particuliers qui, dans le contexte actuel de taux bas, sont désespérément en quête de rendement, note Sophie Chateau. Dès lors, il le prend davantage de place – quelques pourcentages – dans les allocations alors que, pour la clientèle privée nous assistons au tarissement des rendements garantis. »

Quant à Jean-David Haas, il souligne qu'« il est séduisant, mais difficile à suivre car il n'existe pas de benchmark. Toutefois, on s'aperçoit que la sélection des gérants est cruciale car il existe un écart, plus important encore que dans les autres classes d'actifs, entre le meilleur et le moins bon gérant ».

Plus de sens, moins de volatilité

Outre ces belles performances, le *Private Equity* offre une décorrélation et une diversification par rapport aux marchés cotés et un investissement dans l'économie réelle, soit un placement citoyen.

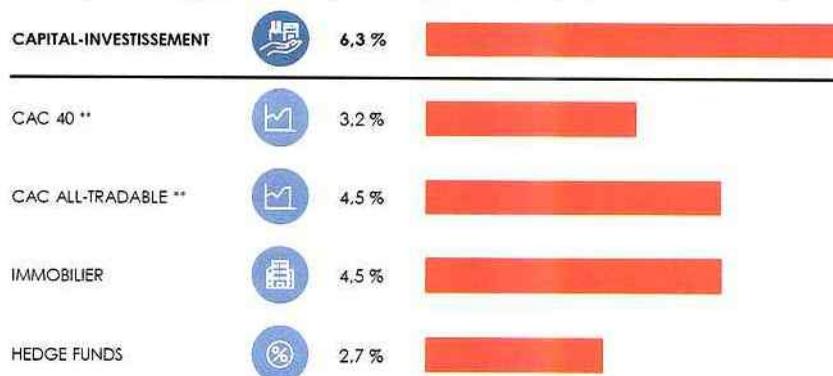
« Pour le client final et le CGP, il offre davantage de lisibilité : la performance de la classe d'actifs est liée aux fondamentaux économiques de la société, contrairement aux marchés cotés dont les

soubresauts contrarient les décisions du conseil en gestion de patrimoine. La clientèle recherche également des "histoires" d'entreprises dans lesquelles investir. Par ailleurs, il est aujourd'hui admis par l'ensemble de la profession que la quête d'un rendement supérieur se fait en contrepartie d'une liquidité moindre (même si des cas de force majeure peuvent justifier une sortie des fonds avant leur liquidation) », ajoute Johan Didouche, directeur de la distribution externe de LBO France.

Des flux qui font monter les niveaux de valorisation

Avec ces atouts, le marché attire donc davantage d'épargnants et d'investisseurs institutionnels à la recherche de diversification. Des flux financiers qui viennent accroître les valorisations des opérations (18,7 Md€ levés l'an passé, en hausse de 13 % ; et 14,7 Md€ investis en 2018 - cf. graphique « Croissance des levées de capitaux »). « Depuis 2008, les volumes investis augmentent, observe Jean-David Haas. La baisse des taux a fait croître les niveaux d'investissement et la prise de risque avec l'apparition de nouveaux acteurs, notamment des fonds de dette mezzanine et de dette privée, très actifs. Sur le secteur industriel, les sociétés – notamment étrangères – se sont constituées durant ces dix dernières années une belle trésorerie et observent le marché français avec appétit, d'autant plus que les valorisations sont moins élevées qu'aux Etats-Unis ou en

Performances annuelles sur 10 ans



Source: Etude 2018 - Performance nette des acteurs français du capital-investissement - de France Invest et E&Y

Pays : France
Périodicité : Mensuel
OJD : 21000

Chine. Comme l'économie, notre marché est cyclique. En moyenne, les valorisations des entreprises sont de 10,1 x l'Ebiida selon l'indice créé par le fonds de LBO ArgosWityu depuis janvier 2004. De belles PME se présentent sur le marché, la période actuelle étant propice aux levées de fonds. Elles sont souvent peu connues, ce qui nous permet de négocier des prix plus attractifs. En moyenne, sur les seize dernières opérations de notre holding d'investissement, nous avons réalisé des prises de participation sur un niveau moyen de 7,2 fois l'Ebiida. Sur notre marché, les SGP doivent proposer une forte valeur ajoutée à l'entreprise accompagnée et aller chercher les deals sur le terrain, donc avec une concurrence moindre que lorsque les dossiers sont proposés par les banques d'affaires. »

« Certes, les valorisations sont actuellement élevées, mais cela concerne essentiellement les sociétés importantes qui sont visées par des fonds de taille conséquente qui ont donc des montants élevés à déployer, observe pour sa part Jean-Baptiste de Pascal directeur développement et fiscalité d'Inter Invest, qui distribue actuellement son deuxième FPCI, Fortuny. Or nous opérons sur un marché délaissé par les fonds fiscaux. Nous sommes spécialisés sur l'investissement en Equity dans des entreprises, généralement françaises, en croissance (entre 1 et 20 M€ de chiffre d'affaires et avec une progression d'au moins 25 % par an) et qui cherchent encore à se développer via la croissance organique, en opérant sur de nouveaux marchés, ou via la croissance externe. Ces sociétés doivent être rentables et avoir prouvé la robustesse de leur modèle. Nous investissons de manière minoritaire afin que l'équipe en place mène à bien son projet et ait intérêt à développer l'entreprise. »

Pour Sophie Chateau, si les valorisations sont en hausse, c'est à la société de capital-investissement d'accompagner au mieux les entreprises dans leur croissance. « Le Private Equity a attiré



Jean-David Haas, directeur général et cofondateur de NextStage AM.



Johan Didouche, directeur de la distribution externe de LBO France.

les flux des investisseurs et fait grimper les valorisations, d'où la nécessité pour des acteurs comme nous de rester sélectifs et de renforcer nos équipes afin de pouvoir accompagner les entreprises dans lesquels nous investissons dans leurs opérations de croissance, internes ou externes. C'est en déployant nos équipes opérationnelles que nous construisons la performance de nos fonds ». LBO France investit en prenant des participations majoritaires, dans des sociétés ayant leur siège social en France, mais aussi en Italie. « Les valorisations y sont attractives, avec de belles PME fortement exportatrices dans le luxe, l'agroalimentaire ou encore la santé », précise-t-elle.

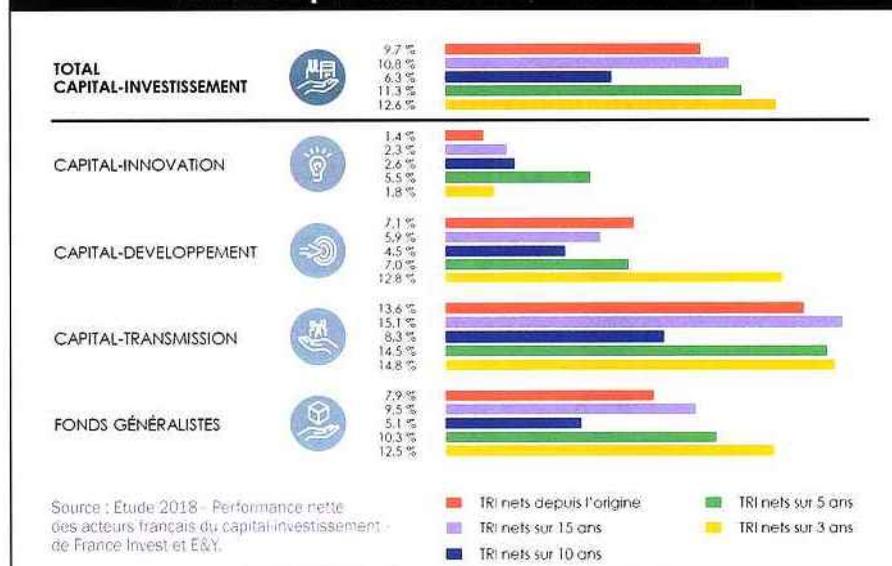
A réserver à certains patrimoines

Si le Private Equity est attractif, sa détention reste soumise à une contrainte de liquidité. Les fonds sont généralement bloqués entre cinq et dix ans (avec une exonération fiscale à l'issue), autant d'années permettant aux sociétés de gestion d'investir, aux entreprises d'assurer leur développement avant que les gérants cèdent progressivement leurs participations. « Le client doit

bien comprendre ce dans quoi il investit : les risques, l'horizon de son placement et la moindre liquidité », prévient Jean-David Haas.

Le seuil d'accès à ces fonds a également été volontairement mis à un niveau élevé, notamment pour les fonds professionnels. « L'investissement dans les FPCI reste restrictif, avec un minimum de 100 000 € (voire 30 000 € sous dérogation). L'épargnant doit comprendre que son investissement n'est pas sans risque et qu'il est illiquide. Ce frein est nécessaire pour que l'investisseur prenne conscience de ces enjeux », rappelle le directeur développement et fiscalité d'Inter Invest.

TRI nets par horizon d'investissement



Pays : France
Périodicité : Mensuel
OJD : 21000

Pour limiter les effets des cycles économiques, il convient d'investir progressivement tous les ans ou tous les deux ans », précise Sophie Chateau de LBO France dont le FCPR White Caps Sélection était accessible à partir de 25 000 €. « Un seuil plus accessible que les fonds professionnels, mais suffisamment élevé pour pouvoir s'adresser à une catégorie de clients patrimoniaux pouvant mobiliser leur épargne sur la durée », note Johan Didouche. Depuis la fin du mois de mai, le fonds est fermé à la souscription (près de 30 millions d'euros collectés) et déjà investi dans neuf sociétés.



Jean-Baptiste de Pascal, directeur développement et fiscalité d'Inter Invest.

totale car elle se réalise en principe sous forme de titres », rappelle Jean-Baptiste de Pascal.

Par exemple, l'unité de compte NextStage Croissance (29 millions d'euros d'encours) a été créée il y a trois ans et est disponible chez quatre assureurs (Axa, Spirica, Ageas et Apicil). Il s'agit d'une UC liquide, car adossée à NextStage, une

société cotée sur l'Eurolist B et qui prend des participations de long terme dans des sociétés non cotées (à hauteur de 75 %) et cotées (25 %). Pour assurer une bonne liquidité, la solution comprend également une poche de 5 à 10 % de cash. Sa liquidité est assurée en quinze jours en période normale (au pire trois mois en cas de crack ou d'importants volumes cédés). Quant au niveau d'accès, il a récemment été réduit. « Pour accéder à ce produit, les assureurs avaient, au début, imposé un minimum de 100 000 € d'investissement et une limite à 10 % du contrat. Depuis, les règles se sont assouplies : chez Spirica, l'UC est accessible à partir de

1 000 € et l'assureur porte la liquidité », précise Jean-David Haas.

Pour autant, tous les acteurs ne souhaitent pas rendre éligible leurs supports à l'assurance. C'est le cas, par exemple, de LBO France. « Dans le contexte actuel, nous n'allons pas dans la voie de créer des solutions éligibles à l'assurance-vie française. Les contraintes imposées par les assureurs nous semblent trop difficiles à exploiter et une poche de cash viendrait réduire la rentabilité du fonds, tout comme la couche de frais supplémentaire du contrat. L'avantage fiscal est déjà présent dans le produit à la sortie. Si l'intérêt successoral subsiste, il nous semble trop restreint au regard des contraintes imposées, notamment pour la clientèle dont la valeur des contrats dépasse l'abattement de 152 500 euros par bénéficiaire », expose Sophie Chateau.

Outre cette solution, les FCPR sont également plus accessibles que les fonds professionnels. Par exemple, NextStage AM va également lancer un nouveau véhicule. « A l'été, nous allons proposer le FCPR NextStage Rendement 2 qui sera éligible au compte-titres, au PEA et au PEA-PME et accessible à partir de 3 000 € (contre 25 000 € auparavant). Il sera investi à 50 % en stratégie de rendement (obligations, obligations convertibles et actions de préférences) et 50 % en actions afin de réduire sa volatilité et de limiter la courbe en J inhérente au capital-investissement. Ce fonds, qui co-investira avec l'ensemble des véhicules de la gamme NextStage AM, a pour vocation de répliquer notre stratégie institutionnelle pour les particuliers », précise Jean-David Haas.

Des supports plus accessibles

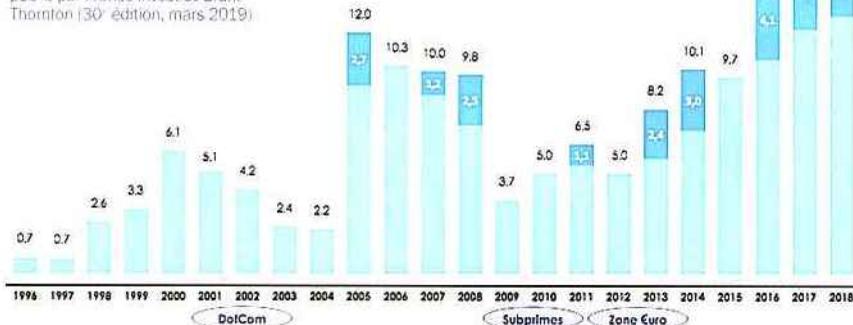
Pour autant, des solutions existent pour rendre le *Private Equity* plus accessible. « L'ouverture du capital-investissement à l'assurance-vie peut être une belle opportunité pour notre classe d'actifs, en la rendant accessible à davantage d'investisseurs. Néanmoins, la liquidité n'est pas

Croissance des levées de capitaux

Les levées de capitaux continuent de croître à un rythme soutenu (+13% vs. 2017).

■ Levées inférieures à 1 M€
■ Levées supérieures à 1 M€
- En M€ -

Source : Etude « Activité des acteurs français du capital-investissement » publiée par France Invest et Grant Thornton (30^e édition, mars 2019)



Avancées avec la loi Pacte

Outre ces avancées sur l'assurance-vie, les acteurs du marché se félicitent également des mesures mises en place par la loi Pacte, qui « devrait permettre à la classe d'actifs de gagner des parts de marché sur le long terme », indique Jean-David Haas. →



En effet, l'épargne-retraite représente 800 Md€ d'actifs placés sur vingt ans en moyenne. Or, 75 % de l'épargne qui y est investie est rémunérée à un taux inférieur à 2 %. La baisse du forfait social est également la bienvenue. »

Jérôme Devaud voit également d'un bon œil les différentes mesures mises en place pour soutenir l'investissement dans les entreprises non cotées : « On ne peut que se satisfaire des avancées de la loi Pacte et de la loi de finances pour 2019 qui

rend éligible les fonds au régime de l'apport-cession ».

Avec ces différentes mesures et au regard des conditions de marché, la classe d'actifs devrait poursuivre sa progression dans le patrimoine des clients des professionnels du patrimoine. Comme le pressent Jean-David Haas, « si les CGP regardaient la classe d'actifs avant tout sous l'angle de la fiscalité – ce qui a permis de la démocratiser –, aujourd'hui, surtout chez les plus

sophistiqués, elle est avant tout devenue un moyen de capter de la performance et une solution de remploi attractive dans le cadre de l'article 150-0 B ter du CGI, d'autant plus que désormais les fonds sont éligibles au dispositif. En pouvant l'inclure dans l'assurance-vie, le PEA et l'épargne salariale, nous considérons qu'à terme, le capital-investissement représentera 10 % de la collecte des CGP ».

■ Benoît Descamps

« L'illiquidité permet de délivrer une meilleure performance »

Meyer Azogui, président du groupe Cyrus, livre ses réflexions sur le Private Equity de plus en plus apprécié par ses clients.

Comment expliquez-vous l'attrait des investisseurs pour le non-coté ?

Meyer Azogui : Auparavant connu essentiellement pour ses aspects défiscalisants – et selon les millésimes et les opérateurs, pour ses performances médiocres –, le non-coté se démocratise désormais pour trois principales raisons. L'ensemble des actifs est à un niveau de valorisation élevé, et il devient impératif de renoncer à la liquidité et prendre des risques pour trouver du rendement. Donc, quitte à accepter le risque, autant aller chercher des performances élevées, ce qui a été le cas du capital-investissement – celui réservé aux institutionnels et aux *family offices* qui a délivré des TRI souvent supérieurs à 12 % par an. Deuxième raison, le *Private Equity* est un actif de diversification et de décorrélation qui trouve toute sa place dans le contexte actuel. Enfin, les investisseurs l'apprécient car il donne du sens à leur investissement, tout en leur permettant de financer le tissu de PME françaises et européennes. De leur côté, les conseillers peuvent « raconter l'histoire de belles success-stories » à leurs clients.

Comment aborder le *Private Equity* ?

M. A. : Pour nous, il s'agit d'une classe d'actifs très riche et qui a toute sa place dans des patrimoines déjà constitués. L'étendue de la gamme est beaucoup plus profonde qu'on ne le pense, puisqu'elle est composée de fonds actions – du capital-risque au capital-transmission –, de fonds obligataires, immobiliers, sectoriels, géographiques... Il convient donc de réaliser une réelle allocation d'actifs tenant compte de cette diversité, tout en investissant de façon progressive afin de bénéficier de « millésimes » différents.

Chez Cyrus, la classe d'actifs non cotée reste cependant encore essentiellement réservée aux investisseurs les plus fortunés ou disposant au minimum d'un million d'euros de patrimoine. Sauf cas exceptionnel, nous n'affectons pas plus de 10 % des actifs à cette typologie de placement, le minimum de souscription étant de 100 000 € au travers de FPCI, FPS ou de certains contrats d'assurance-vie luxembourgeois. En revanche, nous nous écartons des fonds de capital-amorçage, car trop risqués, même si pour nos clients privés intéressés, nous avons créé le *Club Link'Up by Cyrus* qui nous permet de les mettre en relation avec des *start-up* qui lèvent des capitaux.



Meyer Azogui, président du groupe Cyrus.

Les niveaux de valorisation ne sont-ils pas trop élevés actuellement ?

M. A. : Indéniablement les multiples de valorisation des entreprises sont élevés tant il est vrai qu'aujourd'hui le non-coté draine énormément de capitaux, d'autant que de nombreuses sociétés choisissent le financement par des fonds plutôt que la cotation en Bourse. Une raison de plus d'être extrêmement sélectif et de diversifier sur plusieurs typologies d'actifs.

Quel regard portez-vous sur l'investissement en *Private Equity* par le biais de l'assurance-vie de droit français ou des quelques solutions lancées ces derniers mois ?

M. A. : Du fait de conditions contraignantes de souscriptions et de son manque de liquidité, l'offre reste

encore limitée et la demande de la part des clients faible, même s'ils y répondent de façon favorable quand on le leur propose, puisque cela répond à leur volonté de donner du sens à leur épargne. Pour autant, il convient de rester mesurer et de construire son patrimoine sur les classes d'actifs traditionnelles avant d'aborder le *Private Equity*.

Pour notre part, nous privilégions l'investissement en *Private Equity* au travers l'assurance-vie luxembourgeoise plus souple, mais surtout au travers des structures à l'IS. Pour les clients fortunés, la structure sociétale à l'IS va devenir un outil incontournable qui sera demain l'équivalent des contrats d'assurance-vie. En effet, il s'agit d'enveloppes de capitalisation qui, du fait de la mise en place de la *Flat Tax* et de la baisse du taux d'imposition de l'IS ont de plus en plus d'intérêt pour les gros patrimoines.

Avec quelles sociétés collaborez-vous ?

M. A. : Nous avons élargi notre offre ces derniers mois à des acteurs majeurs, tels qu'Ardian ou encore Tikehau, pour compléter nos partenaires traditionnels (123 IM, Audacia, Novaxia, NextStage, Extend AM, Starquest, Truffle).

S'agissant du *Private Equity* immobilier, nous disposons de notre propre structure, Eternam, qui développe la gamme de FPCI Phoenix (qui devrait dépasser les 100 M€ d'ici la fin de l'année) qui permet d'investir dans des opérations immobilières de transformation (*value added*) et intègre un effet de levier de 50 %.

Au travers de l'assurance-vie, nous travaillons, entre autres, avec Entrepreneur Venture et Amundi.