

Le capital-investissement s'impose dans les patrimoines

Performant et porteur de sens, l'offre de fonds non cotés s'est démocratisée, notamment depuis l'avènement de la loi Pacte. Mois après mois, la classe d'actifs gagne du terrain dans les allocations. Même si le chemin est encore long pour que les épargnants s'en approprient toutes les caractéristiques, telles que sa moindre liquidité.



Le capital-investissement n'en finit plus de séduire, aussi bien les épargnants que leurs conseillers. Il faut dire que la classe d'actifs a de sérieux atouts à faire valoir et que son accès est de plus en plus facilité via les contrats d'assurance-vie ou les plans d'épargne-retraite, ainsi que l'épargne salariale. Elle s'est aussi diversifiée avec des offres de capital-investissement en actions, en dette privée ou encore à sous-jacent immobilier ou d'infrastructure. « La classe d'actifs reste sous-représentée dans les patrimoines des Français, avec moins de 1 % des allocations financières dans les banques privées françaises, alors que les grandes fortunes améri-

caines sont exposées à plus de 20 %, note Patrick Ganansia, le dirigeant d'Herez. Il est certain que cela va se développer. Chez Herez, cela représente 6 % de nos encours aujourd'hui. »

Grégoire Sentilhes, président de Next-Stage, une plate-forme multi-stratégies en *Private Equity* avec 7 milliards d'euros d'encours au total, directement et indirectement, constate : « Aux Etats-Unis, la culture du *Private Equity* est réelle : la part du capital-investissement dans les fonds de pension s'élève à près de 20 %. Il n'est donc pas étonnant de constater que les champions du XXI^e siècle ont été financés par ce biais dans des proportions importantes, tandis qu'en France, nos entreprises se financent essentiellement (à 92 %) par la dette... »

Un marché français dynamique

L'an passé, les acteurs français du capital-investissement et de l'infrastructure ont levé 41,8 milliards d'euros en 2021 (dont 17,2 milliards pour les fonds d'infrastructure), soit une hausse de 36 % par rapport à 2019 et de 78 % par rapport à l'année précédente (source : 35^e édition annuelle de l'étude annuelle « *Activité du non-coté français : capital-investissement et infrastructure* » réalisée par France Invest et Grant Thornton). Cette étude relève la forte attractivité du capital-investissement auprès des particuliers et *family offices* qui ont permis de lever 4,3 milliards d'euros (+78 % par rapport à 2020), soit 17 % des montants levés. 515 millions d'euros ont été levés

via l'assurance-vie. Les levées de capitaux des fonds d'infrastructure enregistrent une très forte progression en 2021 et atteignent 17,2 milliards d'euros. Les compagnies d'assurances et les fonds de pension sont les principaux souscripteurs des fonds d'infrastructure. Du côté du marché de la dette privée, 9,3 milliards d'euros levés ont été levés par des fonds selon la 5^e édition de l'activité des fonds de dette en France réalisée par France Invest et Deloitte (+ 18 % par rapport à 2020). Au total (dette privée, infrastructure et capital-investissement), ce sont 51,1 milliards d'euros qui ont été collectés l'an passé, tous investisseurs confondus.

« L'économie réelle est de plus en plus financée par le non-coté, et les entreprises sont de moins en moins nombreuses à aller sur les marchés financiers. Les capitaux levés sur les marchés sont devenus moins importants au niveau mondial depuis plus de dix ans, et les entreprises qui s'introduisent en Bourse sont moins rentables qu'auparavant. En effet, si 85 % des entreprises qui s'introduisaient, il y a trente ans, étaient profitables, elles ne sont plus que 25 % aujourd'hui. Il s'agit généralement de valeurs technologiques ou en vogue. Or l'économie "fondamentale" se finance, elle, par le Private Equity, que ce soit pour les entreprises, pour l'immobilier ou pour l'infrastructure », constate Grégoire Sentilhes.



Patrick Ganansia, président d'Herez.



Grégoire Sentilhes, président de NextStage.



Vincent Lachène, directeur du développement de M Capital.

Les fonds fiscaux en berne

Chez les épargnants, la classe d'actifs séduit donc, malgré l'héritage contrasté laissé par les fonds fiscaux... En effet, il y a quelques années encore capital-investissement rimait avec défiscalisation, les fameux FCPI (fonds de capital-investissement dans l'innovation) ou FIP (fonds d'investissement de proximité). En contrepartie de contraintes fortes d'investissement, les investisseurs bénéficiaient alors d'une baisse de leur impôt sur le revenu ou de leur ISF. L'impôt sur la fortune ayant disparu au profit de l'IFI, ces fonds fiscaux ont subi un coup d'arrêt brutal. Mais les investisseurs se sont également détournés de cette typologie d'investissement face à son faible rendement, comme le souligne Patrick Ganansia :

« La classe d'actifs a souffert de la mauvaise image que les fonds fiscaux ont laissé aux épargnants Français avec de piètres performances ».

Selon France Invest et de l'AFG (cf. tableau « Synthèse des levées de capitaux par les FCPI et les FIP » page suivante), entre 2008 et 2021, les FIP et FCPI voient leur collecte chuter de 1,18 milliard d'euros à 378 millions d'euros, et le nombre de souscripteurs quasiment divisé par trois : de 145 000 en 2008 (avec un pic à 156 000 en 2009) à 53 000 en 2021 (avec un point bas à 50 000 en 2019). Aujourd'hui, capital-investissement rime davantage avec performance, sens à son épargne financière, voire investissement de proximité. L'offre s'est élargie : des intervenants sont entrés sur le marché, et l'offre s'est internationalisée et diversifiée. Rares sont désormais les plans ou contrats ne disposant pas d'une UC de non-coté, des enveloppes qui se prêtent bien à une détention à long terme.

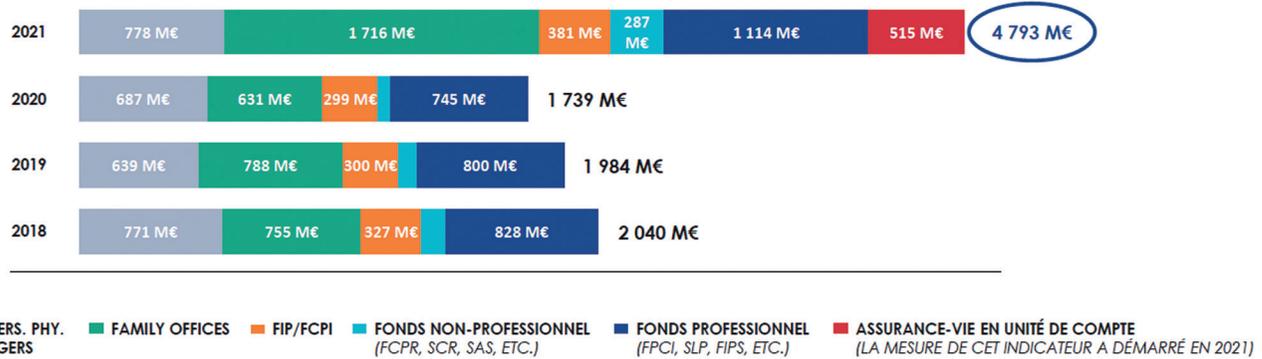
Comment sélectionner un fonds

Chez Herez, deux personnes suivent l'offre de capital-investissement, laquelle est validée par un comité d'investissement réunissant quatre personnes. Patrick Ganansia nous expose les critères de sélection de ses fonds : « Le premier critère de sélection d'un fonds est de s'assurer que l'équipe de gestion investit à titre personnel dans le fonds afin de nous assurer que les intérêts soient bien alignés avec nos clients. Ensuite, nous étudions le track-record de l'équipe, la zone géographique et les entreprises ciblées. Nous nous écartons du monde des start-up et privilégions les entreprises rentables ayant un bon niveau de chiffre d'affaires et un fort taux de croissance. Nous apprécions les stratégies qui visent à accompagner les sociétés à franchir un cap dans leur développement, avec l'internationalisation ou la digitalisation. Enfin, nous sélectionnons souvent des fonds qui opèrent dans l'univers des sociétés de services avec trois secteurs privilégiés : le service, la santé et la cybertechnologie. Comme toujours, il faut diversifier sa poche de Private Equity sur plusieurs fonds investis dans des secteurs et des zones géographiques différents, prévoir d'investir sur trois ou quatre ans la quote-part de son patrimoine déterminé et jamais sur un seul millésime. Nous opérons avec de très nombreux acteurs, tels qu'Apax, Entrepreneur Invest, Capza ou encore Altaroc. Notre croissance nous permet désormais de pouvoir proposer des fonds de très grande qualité, notamment grâce à la mutualisation des investissements de nos clients ».

Des performances au rendez-vous

Le constat de Grégoire Sentilhes est cinglant : la classe d'actifs délivre une surperformance nette depuis de nombreuses années. Or sur les 5 500 milliards d'euros d'épargne financière détenue par les Français, 36 % ont une rémunération comprise entre 0 et 1 %, alors que l'inflation atteint 4,5 %... « C'est une absurdité collective pour l'économie française, tant pour les épargnants, les banquiers et les →

Analyse détaillée des levées de fonds auprès des family offices et personnes physiques



Source : France Invest-Grant Thornton, 35^e édition de l'étude « Activité 2021 du capital-investissement français », mars 2022

assureurs que pour les entreprises de l'économie française ».

Selon la 27^e édition de l'étude « Performance nette du capital-investissement français », à fin 2020, réalisée par France Invest et EY, publiée en juin 2021, le capital-investissement français réalise une performance de 11,7 % nette par an sur quinze ans (14,6 % de performance nette pour les fonds clos). La classe d'actifs délivre ainsi une performance largement supérieure aux autres classes d'actifs de long terme (cf. tableau « Comparaison aux autres classes d'actifs à horizon quinze ans », page suivante). Néanmoins, l'étude relève une grande disper-

sion des performances... Pour autant, il convient d'accepter la moindre liquidité de la classe d'actifs (cf. encadré), ce qui ne correspond pas à tous les patrimoines. Selon Patrick Ganansia : « Les clients ont bien compris que l'absence de liquidité est récompensée par la performance. Selon leurs objectifs, nous leur recommandons des solutions actions, obligations ou immobilier ; et selon la taille de leur patrimoine, cela peut représenter de 5 à 25 % de leurs actifs financiers. Ensuite, selon la structuration de leur patrimoine et pour optimiser la fiscalité à laquelle ils seront soumis, ils investiront via l'assurance-vie française ou

luxembourgeoise, soit via leur holding personnelle, soit en direct ».

Donner du sens à ses investissements

Pour beaucoup d'investisseurs, le capital-investissement permet d'investir dans l'économie réelle, sur un nombre limité de valeurs. « Nos clients apprécient la classe d'actifs. Elle permet un accès direct au gérant et à un nombre limité de sociétés ce qui donne du sens à son investissement », note Patrick Ganansia.

Synthèse des levées de capitaux par les FCPI et les FIP

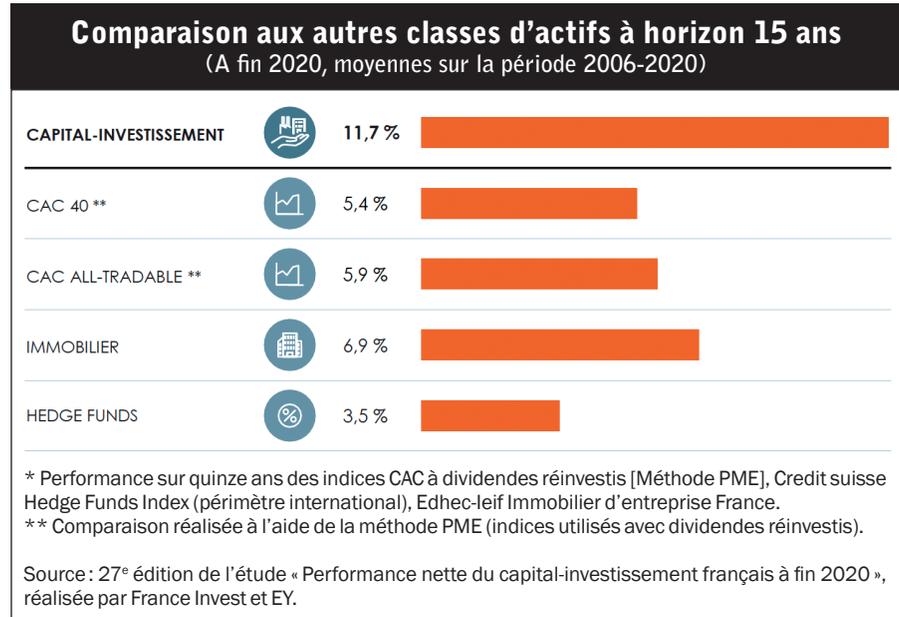
Au titre de la collecte de l'année	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Nombre de sociétés de gestion	33	39	39	39	35	34	34	34	31	31	30	24	25	21
Nombre de souscripteurs	145 000	154 000	127 000	92 000	85 000	90 000	97 000	99 000	114 000	137 000	57 000	50 000	54 000	53 000
Montant moyen des souscriptions	8 140 €	6 180 €	7 000 €	8 180 €	7 620 €	7 740 €	7 930 €	8 740 €	8 500 €	7 905 €	6 230 €	6 430 €	6 130 €	7 120 €
Montants totaux collectés (tous millésimes)	1 180 M€	963 M€	894 M€	757 M€	646 M€	699 M€	773 M€	861 M€	967 M€	1 084 M€	355 M€	318 M€	330 M€	378 M€
- FIP	588 M€	460 M€	418 M€	388 M€	356 M€	381 M€	439 M€	490 M€	557 M€	446 M€	147 M€	125 M€	90 M€	113 M€*
- FCPI	592 M€	502 M€	476 M€	369 M€	290 M€	318 M€	334 M€	371 M€	410 M€	637 M€	209 M€	193 M€	240 M€	265 M€
Nombre de véhicules ayant levé	87	115	121	123	106	70	76	80	73	68	44	30	35	26
- FIP	46	65	65	64	58	36	42	46	45	41	25	13	16	11
- FCPI	41	50	56	59	48	34	34	34	28	27	19	17	19	15
Montants totaux collectés (tous millésimes)	1 180 M€	963 M€	894 M€	757 M€	646 M€	699 M€	773 M€	861 M€	967 M€	1 084 M€	355 M€	318 M€	329 M€	378 M€
- IR	584 M€	608 M€	605 M€	445 M€	373 M€	363 M€	378 M€	416 M€	451 M€	502 M€	355 M€	318 M€	329 M€	378 M€
- ISF	596 M€	355 M€	289 M€	312 M€	273 M€	336 M€	395 M€	445 M€	516 M€	581 M€	0 M€	0 M€	0 M€	0 M€
Nombre de véhicules ayant levé	87	115	122	123	106	70	76	80	73	68	45	30	35	26
- IR	59	65	78	61	48	30	26	23	23	28	39	30	35	26
- ISF	28	50	44	29	10	8	9	8	7	6	0	0	0	0
- IR-ISF	-	-	-	33	48	32	41	49	43	34	5	0	0	0

* En 2021, parmi les 11 FIP ayant levé, 5 devraient être investis en France métropolitaine, 4 en Corse et 2 dans les DROM-COM.

Source : enquête annuelle France Invest-AFG, « Levées de capitaux par les FCPI et les FIP en 2021 » (mars 2022).

Grégoire Sentilhes met, quant à lui, en avant l'élan patriotique des investisseurs : « *L'enjeu est important pour l'épargnant car cela lui permet d'accéder à une classe d'actifs performante, qui a du sens et est d'utilité et de proximité. Or nous ne sommes qu'au début de cette démocratisation – le poids du Private Equity est passé de 1 à 1,5 % dans le patrimoine des Français – qui est nécessaire pour l'avenir économique de notre pays. Mobiliser l'épargne des Français – rappelons que l'Europe est la première région au monde en termes d'épargne ! – est fondamental pour assurer notre souveraineté. Or la classe d'actifs tend à se faire dominer par les acteurs anglo-saxons, qui représentent près de 50 % des capitaux investis dans nos licornes, et asiatiques* ».

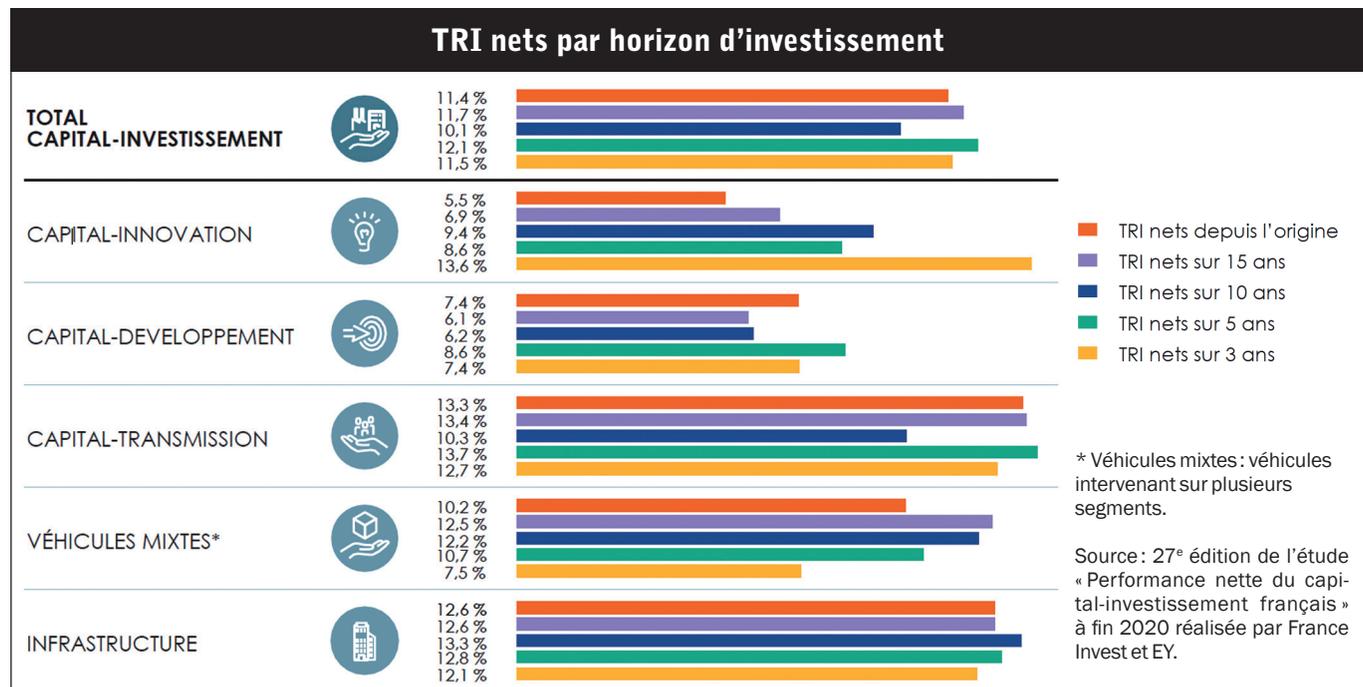
Les acteurs du capital-investissement ont su créer des solutions à base d'immobilier. Parmi eux se trouvent Mata Capital, Keys REIM, 123 IM, Ethernam, Inter Invest, ExtendAm ou encore M Capital. Cette dernière s'est spécialisée depuis 2017 dans le *Private Equity* immobilier. Elle propose trois typologies de véhicules d'investissement, qui offrent toutes un accès au secteur de la promotion immobilière et du marchand de biens dans le Grand Paris et dans les grandes métropoles françaises.



- les FCPR (gamme Select Promotion), accessibles dès 5000 euros ;
- les FPCI (gamme Immo Remploi), dédiés au dispositif de remploi des plus-values de cession 150-O B ter ;
- et les *clubs deals*, via la plate-forme Buildr.fr.

Quatre-vingt-seize opérations menées par cinquante opérateurs ont été financées pour un total de plus de deux mille cinq cents logements. « *Nous disposons d'une structure intégrée, ce qui nous per-*

met de maîtriser les opérations, précise Vincent Lachène, directeur du développement de M Capital. *Pour les opérations de promotion, nous privilégions des investissements à un stade avancé : généralement lorsque le permis est purgé ou encore lorsque les biens sont déjà pré-commercialisés à au moins 40 %. Dans ce type d'opérations, nous nous substituons au promoteur dans l'apport en fonds propres.* » Ces opérations se réalisent sur dix-huit à vingt-quatre mois, ce →



qui permet à M Capital de financer plusieurs opérations successives durant la vie des fonds. Jusqu'à fin mai, M Capital propose d'investir dans le FCPR Select Promotion III pour accéder au secteur de l'immobilier résidentiel au travers d'opérations de promotion immobilière et de marchand de biens dans les grandes métropoles françaises. Ce troisième millésime de la gamme Select Promotion est accessible dès 5 000 euros, avec un objectif de rendement de 7 % par an et une durée de vie résiduelle de trois ans et demi prorogable un an.

Une autre solution, le FPCI Immo Remploi II, éligible au 150-0 B ter, est également ouverte à la souscription jusqu'à fin octobre 2022. « Pour répondre aux contraintes du dispositif de remploi de plus-value de cession, le FPCI a une durée de vie plus longue (sept ans), ce qui nous permet d'investir sur trois cycles successifs. La rentabilité cible est également de 7 % par an nets de frais sur ce fonds ».

Une offre accessible

Encore fallait-il que la classe d'actifs soit accessible au plus grand nombre. Or un véritable coup d'accélérateur a été donné par le législateur avec la loi Pacte ou encore l'éligibilité des fonds au dispositif du 150-0 B ter. Ces derniers mois, de nombreux fonds ont été créés et référencés sur les contrats d'assurance-vie. Il s'agit, par exemple, des fonds CNP

Infrastructures Durables, géré par Meridiam et accessible exclusivement chez CNP Patrimoine, Apeo (Apax Private Equity Opportunities) géré par Apax et disponible chez différents assureurs et plates-formes (Cardif-AEP, Spirica, Axa, AG2R La Mondiale, UAF Life Patrimoine, Nortia, EdRAC), Primo-Pacte accessible au sein du contrat Target+ de Primonial (assuré par Oradea Vie), le FPCI NOBC Private Equity Sélection 2021 chez Neulize ou encore le FCPR-GF Lumyna Private Equity World Fund chez Generali.

« Lorsque nous nous sommes créés en 2002, notre objectif était double : démocratiser l'accès au capital-investissement et renforcer les fonds propres des PME et ETI françaises, rappelle Grégoire Sentilhes. Si, en 2016, nous avons été les premiers acteurs en France à lancer une UC de Private Equity en partenariat avec Axa, avec Thomas Buberl et Emmanuel Macron, alors ministre de l'Economie, nous sommes depuis entrés dans une phase d'accélération de la démocratisation de l'accès au Private Equity. Grâce à la loi Pacte, il est de plus en plus accessible via l'assurance-vie, l'épargne retraite et l'épargne salariale. Le dispositif du 150-0 B ter est également un bon moyen pour fléchir les investissements vers les PME et ETI françaises. »

NextStage est engagé à différents niveaux : dans le programme Pépites et territoires avec Axa et via différents véhicules d'investissements, tels Cham-

pionnes III ou NextStage SCA et NextStage Croissance. Pour l'heure, ces solutions sont accessibles via six grands assureurs : Axa, Spirica, Swiss Life, Apicil, Generali et Ageas.

De son côté, Patrick Ganansia salue également l'émergence du capital-investissement dans l'assurance-vie française, alors que les contrats luxembourgeois s'ouvraient largement à la classe d'actifs. « Nous savons tous que les capitaux importants sont ceux gérés dans les contrats d'assurance vie. Or, l'accès au Private Equity a été facilité par l'apparition d'offres dans ces contrats pour des tickets d'entrée faibles. Généralement, l'offre proposée est de moins bonne qualité que ce que l'on peut intégrer dans un contrat luxembourgeois, car le client doit investir en une seule fois, ce qui diminue le TRI de l'investissement, alors que les appels de fonds peuvent être successifs au Luxembourg. Néanmoins, l'assurance-vie française a pour avantage d'offrir de la liquidité (souvent avec une pénalité) à cette classe d'actifs, par essence peu liquide, contrairement à l'assurance vie luxembourgeoise. »

Le marché français accueille depuis quelques mois de nouveaux acteurs plus « internationaux », à l'image de sociétés comme Peqan, Kermony Capital ou encore Altaroc et Edmond de Rothschild Private Equity. Néanmoins, l'offre reste généralement accessible à une clientèle « professionnelle ».

■ Benoît Descamps

Améliorer la fin de vie des fonds

L'Autorité des marchés financiers (AMF) a décidé de réunir des professionnels du secteur du capital-investissement afin de formuler des propositions d'adaptation du cadre réglementaire aux difficultés rencontrées par les sociétés de gestion lors de la liquidation de leurs fonds. En effet, l'Autorité relève que ces fonds de Private Equity « font face à des problématiques de fin de vie, liées aux difficultés rencontrées par leurs sociétés de gestion de portefeuille pour céder les différentes participations dans de bonnes conditions, et dans un calendrier compatible avec les engagements de durée pris lors du lancement du fonds, ainsi qu'avec les dispositions réglementaires en la matière. La recherche d'acquéreurs pour les participations détenues par un fonds arrivant à échéance doit être engagée par la société de gestion, avec un double objectif de respect de la durée de vie du fonds et de gestion dans le meilleur intérêt des investisseurs.

Cette équation peut être complexe à respecter lorsque les fonds détiennent des participations dans des sociétés en difficulté ou pour lesquelles le cycle de création de valeur n'est pas achevé (situation fréquemment rencontrée pour les fonds investissant dans les Biotechs par exemple). »

Au 31 décembre 2020, sur cinq-cent-soixante-neuf fonds de capital-investissement ouverts aux investisseurs non professionnels (FIP, FCPI et FCPR), deux-cent-cinquante-trois avaient dépassé leur durée de vie, parfois de plusieurs années, ce qui a entraîné de nombreux appels sur la plate-forme Epargne Info Service et des recours au médiateur (soixante-dix-huit dossiers sur les cent-soixante-dix dossiers de médiation concernaient le capital-investissement sur la période 2017-2020). Les travaux du groupe de travail présidé par Muriel Faure devraient aboutir à la formulation de propositions, d'ici cet été.