



Ouvrez vos portefeuilles aux actifs non cotés!

Dominé par le Private Equity, le marché du non-coté (hors immobilier) aux rendements potentiellement élevés se démocratise avec l'arrivée de nouvelles sociétés de gestion, l'avènement du digital et des enveloppes assurantielles accueillant des unités de compte dédiées. Une bonne nouvelle pour des investisseurs en recherche de diversification, prêts à accepter cependant une certaine illiquidité.

Indéniablement, les actifs non cotés attirent. En raison de la volatilité des marchés financiers et de leurs soubresauts successifs, les épargnants s'orientent de plus en plus vers les actifs tangibles et le financement de l'économie réelle. Après le fort développement de la pierre-papier, principalement les sociétés civiles en placement immobilier (SCPI), d'autres classes d'actifs non cotés émergent dans les portefeuilles, car plus accessibles.

Ainsi, le capital-investissement (ou *Private Equity*), le *Private Equity* immobilier (hors du champ de cet article), la dette privée (*Private Debt*) et les infrastructures prennent peu à peu leur place dans les allocations conseillées par les gestionnaires de patrimoine. Pour la clientèle disposant d'un certain niveau d'actifs, il est commun de préconiser une diversification de son patrimoine autour de 15 %, selon la typologie des actifs déjà détenus (plus ou moins liquides) et leur répartition.

« La démocratisation du Private Equity n'en est qu'à ses débuts, se félicite Jean-David Haas, cofondateur de Next-Stage AM, spécialiste du *Private Equity* en France. La poche de capital-investissement reste marginale par rapport à celle des investisseurs d'outre-Atlantique. Le besoin de solution est encore grand alors qu'au mieux, seuls quelques fonds sont accessibles au sein des contrats d'assurance-vie de droit français sur un total de plusieurs centaines d'unités de compte. Néanmoins, le marché dispose désormais



de plus d'options pour investir dans le non-coté, ce qui est une excellente nouvelle ! Dès notre création en 2002, nous avons souhaité démocratiser l'accès à la classe d'actifs pour permettre le financement des PME de nos territoires, d'abord via les fonds fiscaux qui ne représentent aujourd'hui plus que 20 % de nos encours. En 2005, nous avons lancé notre premier FPCI [fonds professionnel de capital-investissement, ndlr], d'abord pour les institutionnels, puis en 2011 notre premier fonds sur le emploi de plus-value de cession, et en 2016 la première UC de Private Equity (NextStage Croissance) en France, éligible chez six assureurs-vie et à l'épargne-retraite. »



Jean-David Haas,
cofondateur de NextStage AM.



Julien Godard,
associé chez Elevation Capital.

Une domination du capital-investissement

Ce vaste univers est dominé par les fonds de capital-investissement, dont l'échelle de risque varie selon la maturité des entreprises financées et/ou de leur cycle de vie. En effet, on distingue le capital-innovation du capital-développement, du capital-transmission ou encore du capital-retournement.

Ces fonds de *Private Equity* en forte croissance dominant, comme le signale Julien Godard, associé chez Elevation Capital (groupe Inter Invest) : « Au niveau mondial, le marché du *Private Equity* représente 64 % du volume des investissements alternatifs, contre 13 % pour les fonds immobiliers et 12 % pour la dette privée, le reste étant composé d'investissements en infrastructures. Le capital-investissement est en forte croissance, de l'ordre de 10 % par an depuis vingt ans, à 9249 milliards d'euros. Cela s'explique, notamment, par une appétence moindre des entreprises pour la cotation en Bourse, dont les indices sont aujourd'hui très concentrés et donc peu représentatifs de l'activité économique d'un pays. Par exemple, le *Cac 40* est dominé par les valeurs du luxe et le marché américain par les valeurs technologiques, avec les *GAFAs* qui représentent

25 % de l'indice. Or le non-coté – là où le *Private Equity* investit – représente 85 % de l'économie mondiale... »

Dans le domaine du *Private Equity*, on distingue également les fonds d'investissement primaire (qui subissent la courbe en J inhérent à la libération des capitaux et surtout leur effet au sein des entreprises financées), des fonds en secondaire (qui investissent dans des participations ou fonds déjà amorcés). Julien Godard précise : « Au sein du *Private Equity*, les fonds primaires représentent 85 % de l'activité ; les fonds de capital-innovation restent minoritaires en Europe (10-15 %), alors qu'ils sont davantage développés outre-Atlantique. La majeure partie des fonds (85 %) sont investis sur des stratégies de capital-développement et de capital-transmission ; les fonds de *LBO* (capital-transmission) représentant les deux tiers de la collecte des fonds primaires. »

Les fonds fiscaux à la peine

Dans l'Hexagone, le *Private Equity* a d'abord émergé dans les patrimoines des épargnants au travers des fonds fiscaux (FIP, FCPI). Néanmoins, en raison de l'amointrissement de l'avantage fiscal et de sa portée (transformation de l'ISF en IFI), son poids a décliné considérablement ces dernières années.

De même, les performances des fonds fiscaux n'ont pas toujours été au rendez-vous, les sociétés de gestion devant,

notamment, investir sur un champ restreint de sociétés. Mais l'offre perdure avec quelques sociétés de gestion proposant des solutions d'investissement, telles que NextStage (FCPI NextStage Capital Entrepreneurs II) ou Vatel Capital (FIP Mascarin n° 4, FIP Corse Kallisté Capital n° 15 et FCPI Dividendes Plus n° 10).

« Ces dernières années, les particuliers se sont davantage intéressés au *Private Equity*. Historiquement, ce sont les fonds fiscaux qui les ont d'abord attirés. Mais les volumes ont baissé de 1 000 millions à 300 millions d'euros, en raison du plafonnement de l'avantage fiscal et de la disparition de l'ISF, résume Julien Godard. Aujourd'hui, c'est l'ouverture aux fonds professionnels qui dynamise le marché, notamment via les cabinets de gestion de patrimoine ou les family offices. »

Dette privée et infrastructures en approche

Outre le *Private Equity*, l'offre accessible à la clientèle patrimoniale s'élargit à la dette privée et aux fonds d'infrastructures. Néanmoins, l'offre reste restreinte. Sur la *Private Debt*, citons l'exemple du FPS Arbevel Dette Privée PME II de Financière Arbevel. S'agissant des fonds d'infrastructure, on peut nommer le fonds de dette d'infrastructures Eiffel Infrastructures Vertes d'Eiffel IG, la SLP GF Infrastructures Durables (Infranity/Generali Investments).

Développement de la multigestion

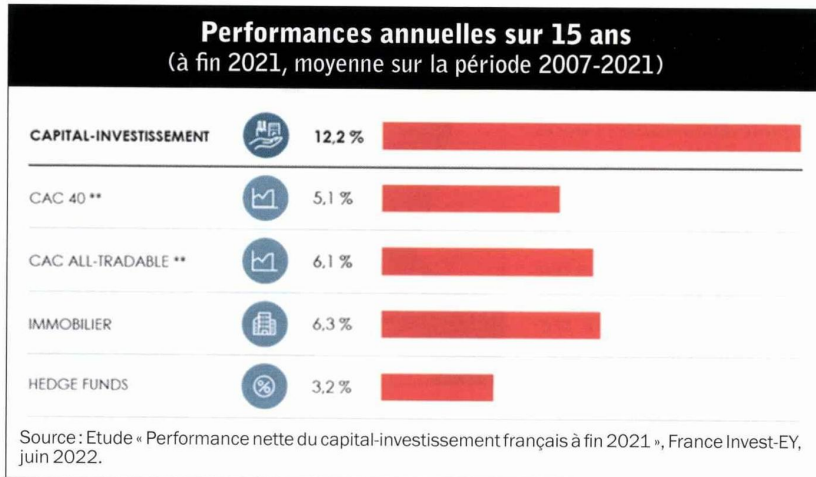
Récemment, l'offre s'est internationalisée et élargie aux fonds de fonds. Nombreux sont les acteurs permettant d'accéder à des gérants le plus souvent anglo-saxons. La multigestion a fait son apparition, associant différentes stratégies de *Private Equity* et de millésimes différents -

ou même de les mixer avec des solutions immobilières, de dette privée ou d'infrastructures. Plusieurs fonds sont, par exemple, en cours de distribution : Archinvest LBO 1 d'Archinvest qui investit dans une sélection de quatre fonds européens de LBO *Large Caps* (PAI Europe VIII, Bridgepoint VIII, IK X, et Bridgepoint VII), le FCPR de 123 IM à la stratégie très diversifiée et opportuniste, le FCPR GF Lumyna Private Equity World de Lumyna de Generali Investments, Altaroc Global 2023 d'Altaroc ou encore le FPCI Adaxtra Sélection IV d'Adaxtra.

Julien Godard, dont la société de gestion distribue actuellement un fonds de fonds, le FPCI Elevation Miriad, estime qu'« *il convient de réunir entre quinze et vingt fonds pour assurer un bon équilibre entre diversification des risques et performance. Pour réaliser notre sélection de fonds picking, nous nous appuyons sur la base de données de StepStone Group pour construire une solution regroupant l'ensemble des couleurs du Private Equity avec une bonne diversification en termes géographique, sectoriel et de millésime. En revanche, même si cela sera davantage possible dans le cadre de fonds Evergreen, nous nous écartons des fonds de capital-innovation, dont les perspectives de performance sont à très long terme. Au sein de nos FPCI, nous associons un tiers de fonds en secondaire, qui permettent de booster la performance au démarrage du fonds, et deux-tiers de fonds primaires qui subissent la courbe en J du Private Equity, mais permettent de délivrer davantage de performances à plus long terme. Au final, les perspectives de distribution sont possibles dès un an, ce qui permet au souscripteur de mettre en place une stratégie autour de ses flux de trésorerie.* »

Thématique et sectoriel

Notons que certains fonds de *Private Equity* se sont spécialisés sur des secteurs d'activité ou thèmes d'investissement. Par exemple, Financière Arbevel propose un fonds santé (FPCI Arbevel Life Sciences Cross Over II), Calao un fonds sur les films et séries d'animation



(FPCI Movie One), Peqan un fonds sur la Tech (FPCI Quadrille Technologies by Peqan). Des fonds à thématique ISR sont aussi proposés, ce qui leur permet également de répondre de la catégorie article 9 du règlement SFDR. Par exemple, Seven2 propose le FPCI Apax Philanthropy Fund.

Autre preuve que l'offre de fonds s'élargit, certaines stratégies se concentrent sur le marché secondaire, comme chez Oddo BHF AM (FCPR Oddo BHF Global Secondary) ou Eurazeo (Strategic Opportunities 3).

Article 150-0 B ter

Notons l'émergence d'une offre entrant dans le cadre du dispositif du 150-0 B ter du remploi des plus-values de cession réalisées par les dirigeants d'entreprises. Plusieurs fonds permettent d'y réinvestir, tels que le FCPR Entrepreneurs Club d'Eurazeo, le FPCI Amundi Capital Entrepreneurs d'Amundi, le FPCI Calao Participations n° 3 de Calao ou encore le FPCI NextStage Capital Entrepreneurs II de NextStage AM.

Surperformance à long terme

Le dynamisme actuel du marché s'explique principalement par l'attrait des investisseurs pour les performances délivrées par le *Private Equity* sur le long

terme (en contrepartie d'une durée de détention longue et d'un risque à ne pas négliger), des évolutions réglementaires facilitant son accès via l'assurance-vie et l'épargne-retraite, mais aussi la digitalisation des souscriptions.

Du côté des performances, selon la 28^e édition de l'étude annuelle « Performance nette des acteurs français du capital-investissement » parue en juin 2022 (fonds de capital-investissement et d'infrastructure, à fin 2021) de France Invest et EY, les performances sur quinze ans s'élèvent à 12,2 % (12 % à fin 2020). Sur dix ans, elles atteignent 14,5 %, contre 11,1 % à fin 2020.

Sur quinze ans, cette performance est bien supérieure à celles du Cac 40 ou de l'immobilier (cf. graphique ci-dessus).

Il n'est donc pas anodin que le *Private Equity* soit plébiscité par les grands investisseurs particuliers.

En effet, selon le huitième Baromètre de l'Affo (Association française du family office) paru en avril dernier, le *Private Equity* en 2022 représentait 21 % des investissements des familles fortunées, en augmentation de deux points par rapport à 2021 (12 % pour l'investissement en direct et 9 % via des fonds), devant les actions cotées (19 %) et l'immobilier (19 %).

Par ailleurs, selon le rapport « Activité des acteurs français du capital-investissement » de France Invest-Grant Thornton, 4,8 milliards d'euros ont été levés auprès des particuliers et des *family offices* (dont 1,07 milliard par des étrangers), en sous-

criptions directes ou bien via l'assurance-vie en unités de compte. Les particuliers et les *family offices* représentaient ainsi 19 % des levées de capitaux en 2022. Néanmoins, hormis les fonds fiscaux et les FCPR, le seuil d'accès des fonds reste généralement très élevé, à 100 000 euros, et réservé aux investisseurs dits professionnels.



Estelle Dolla, présidente et cofondatrice de Private Corner.



Anne Vergez, directrice des partenariats B2B de Moonfare.

mente depuis le début de l'année, à 2,68 %. Autre exemple, chez Generali Patrimoine, les fonds d'actifs non cotés ont représenté 11,27 % de la collecte globale en unités de compte, dont une majeure partie sur les fonds « maison », GF Infrastructures Durables et GF Lumyna Private Equity World (8,42 % sur le premier trimestre 2023).

Ouvertures réglementaires

D'un point de vue réglementaire, après de premières améliorations issues de la loi Macron du 6 août 2015, c'est surtout la loi Pacte de 2019 qui a ouvert la classe d'actifs de façon plus large aux enveloppes assurantielles (cf. tableau page 42).

« Depuis 2021 et la mise en œuvre de la loi Pacte, le déplaçonnement de l'investissement via des FCPR au sein de l'assurance-vie française a permis d'orienter l'épargne des Français vers la classe d'actifs », rappelle Julien Godard. Selon le rapport « Activité des acteurs français du capital-investissement » de France Invest-Grant Thornton, 613 millions d'euros ont été levés en *Private Equity* via l'assurance-vie l'an passé, contre 393 millions d'euros en 2021 (cf. graphique ci-contre).

Pourtant, l'offre référencée au sein des contrats d'assurance-vie reste bien disparate. Certains assureurs ont bâti des gammes assez larges – bien moins que les unités de compte traditionnelles néanmoins –, notamment chez Suravenir, UAF Life Patrimoine ou encore Generali Patrimoine. D'autres se limitent à quelques solutions ou envisagent d'y venir prochainement – MMA Expertise Patrimoine devrait, par exemple, référencer un fonds de *Private Equity* au second semestre. Néanmoins, si les marques d'intérêts pour ces solutions d'investissement non cotées sont réelles, la collecte n'est pas toujours au rendez-vous, même si elle semble progresser depuis le début de l'année. Certains acteurs évoquent

notamment la nécessité de former les conseillers sur ces nouvelles classes d'actifs et, par ricochet, les épargnants. La collecte est inférieure à 1 % chez Ageas Patrimoine à l'offre toutefois restreinte, par exemple.

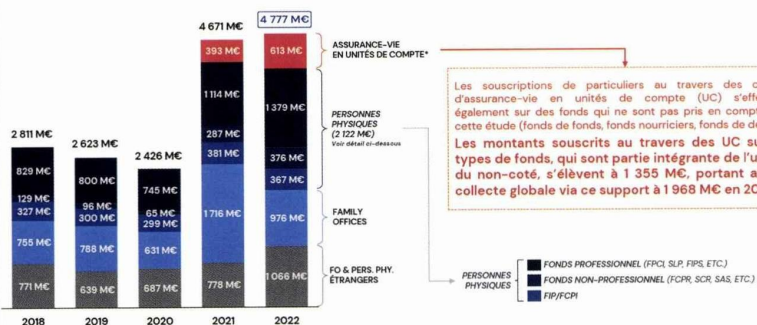
Chez UAF Life Patrimoine à l'offre beaucoup plus établie, on note que « *Même si cette classe d'actifs représente encore une part marginale de notre collecte, nous constatons une tendance à la hausse : 3 % de la collecte brute sur le premier trimestre 2023* ». Chez Nortia, dont l'offre varie sensiblement d'un assureur à l'autre, la dynamique de collecte des fonds de *Private Equity* en assurance-vie a été multipliée par 2,47 entre 2021 et 2022, à 2,32 % de la collecte brute globale ; et elle aug-

Développement des fonds Evergreen

L'intégration à l'assurance-vie a conduit à la création de fonds dit *Evergreen* (ou perpétuels), sans fin de vie, ni période de souscription limitée dans le temps, et dont le ticket d'investissement est considérablement réduit, parfois à une centaine d'euros. Par exemple, Seven2 a lancé son FCPR Apeo, uniquement accessible via l'assurance-vie. S'il bénéficie du cadre fiscal du placement préféré des Français, ce format de fonds comporte certains inconvénients vis-à-vis des solutions traditionnelles : « *L'avantage des fonds fermés, le modèle historique, réside dans le fait qu'ils déploient leur capital au fil de leurs besoins, →*

Analyse des levées auprès des family offices et personnes physiques

4,8 Md€ ont été levés auprès des particuliers et des *family offices*, en souscriptions directes ou bien via l'assurance-vie en unités de compte. Les particuliers et les *family offices* représentent ainsi 19 % des levées de capitaux en 2022 (idem en 2021).



Les souscriptions de particuliers au travers des contrats d'assurance-vie en unités de compte (UC) s'effectuent également sur des fonds qui ne sont pas pris en compte dans cette étude (fonds de fonds, fonds nourriciers, fonds de dette). Les montants souscrits au travers des UC sur ces types de fonds, qui sont partie intégrante de l'univers du non-coté, s'élèvent à 1 355 MC, portant ainsi la collecte globale via ce support à 1 968 MC en 2022.

avec des appels de fonds successifs sur plusieurs années ; contrairement aux fonds Evergreen dont le capital doit être libéré immédiatement, mais qui n'est finalement pas mis au travail tout de suite, note Julien Godard. Le taux de rentabilité interne des fonds Evergreen est donc dégradé les premières années, mais cette phase d'allumage n'existera plus quelques années plus tard. Autre élément impactant la performance des fonds Evergreen : la nécessaire poche de liquidité (autour de 10 % de l'actif) devant être mise en place pour gérer les sorties. De plus, les fonds fermés ont la capacité de distribuer leurs résultats au fur et à mesure de leurs désinvestissements, ce qui n'est pas le cas des fonds Evergreen, mais c'est le prix de la liquidité. In fine, ces deux types coexisteront : fonds fermés pour les investisseurs ayant les moyens les plus significatifs et fonds ouverts pour ceux qui privilégient la liquidité. »

À l'inverse, les assureurs-vie luxembourgeois aux contraintes de référencement plus souples et en capacité de gérer les appels de fonds successifs accueillent des fonds traditionnels de Private Equity. Ainsi, le capital est appelé progressivement, au fil des besoins du fonds, généralement 25 % du montant investi étalé sur quatre années.

La réglementation européenne Eltif, et prochainement Eltif 2, a favorisé l'ouverture de la classe d'actifs. « La mise en place d'Eltif 2 le 11 janvier 2024 permettra d'élargir encore la distribution des fonds de fonds auprès des particuliers. La contrainte d'investissement a été en effet assouplie par rapport à la première version, notamment sur les stratégies d'investissement éligibles », expose Julien Godard.

La réglementation européenne **Eltif**, et prochainement **Eltif 2**, a favorisé l'ouverture du **non-coté**.

Avec l'appui du digital

La digitalisation de la souscription et de la signature électronique banalisée durant la crise sanitaire a permis une meilleure diffusion des fonds de Private Equity en direct, en particulier pour ceux réservés aux investisseurs avertis, accessibles à partir de 100 000 euros, voire 30 000 euros dans certains cas.

Les souscriptions sont devenues plus rapides, avec des parcours réglementaires sécurisés.

Des gérants – habituellement orientés sur les investisseurs institutionnels – ont ainsi pu élargir leur base d'investisseurs à la clientèle de particuliers. Pour ces derniers, cela offre un accès au savoir-faire d'une société de gestion qui ne s'adressait jusqu'ici qu'à une cinquantaine de grands investisseurs institutionnels. « L'accès en direct a été facilité via la digitalisation, note Julien Godard. La période Covid a fait entrer dans les mœurs les process de signature électronique, ce qui a ouvert la voie à des milliers de souscripteurs via la création de feeders qui permettent de mutualiser les souscripteurs. Pour autant, ces feeders ont pour défaut des frais plus élevés amplifiés par la moindre efficacité du capital mis au travail. »

Illustration avec Peqan et ses feeders sur une sélection de stratégies, comme les fonds Quadrille Technologies V by Peqan, European Buy Out (feeder d'Aradian) et Latour Capital IV by Peqan.

Autre exemple, Private Corner se positionne davantage comme une offre de services et de gestion, et permet aux sociétés de gestion d'élargir leur base de distribution à la clientèle privée et aux clients des conseillers en gestion de patrimoine l'accès à leurs fonds.

Estelle Dolla, sa présidente et cofondatrice, précise que « Private Corner leur apporte une expertise technologique et réglementaire, couplée à une gestion fluide, pour qu'ils déploient simplement leur activité sur les marchés privés. Private Corner donne accès aux plus grands fonds de capital-investissement en sélectionnant des gérants qui ont démontré leur capacité à créer de la valeur sur plusieurs cycles économiques. Ainsi, une gamme de fonds

diversifiée (stratégies, géographies et secteurs) et complémentaire est proposée en continu pour construire une allocation sur mesure pour les clients privés. Plus précisément, Private Corner propose deux solutions aux CGP : clé en main ou sur-mesure. »

Pour sa part, Moonfare commercialise sur sa plate-forme une vingtaine de fonds en moyenne chaque année. « Notre objectif est d'offrir une sélection de fonds sur l'ensemble des segments des marchés privés, souligne Anne Vergez, directrice des partenariats B2B. Ainsi, on y retrouve actuellement aussi bien des fonds pur Equity que des fonds de dette ou spécialisés sur les actifs réels, des fonds de co-investissement et des fonds de fonds. Notre volonté est de permettre aux investisseurs de composer un portefeuille diversifié sur les marchés privés. Notre équipe d'investissement est en mesure d'analyser des opportunités sur toutes les géographies, afin d'offrir des fonds américains, européens ou globaux, en euro ou dollar, et répondre ainsi aux différents besoins des investisseurs. »

Chez Moonfare, les fonds mono-stratégies sont accessibles dès 100 000 euros, et les fonds de fonds dès 50 000 euros.

De son côté, la plate-forme Tygrow permet également aux sociétés de gestion de distribuer leurs fonds en se déchargeant des aspects administratifs et réglementaires.

De belles perspectives

« Nous estimons que le marché du capital-investissement va prendre de plus en plus de place au fil des années. L'offre va également davantage se structurer avec une diversification des fonds en fonction de leur profil de risque, de leur thématique, de leur zone d'investissement, du secteur... La gamme de solutions disponible devrait progressivement s'étoffer et être plus ouverte », conclut Julien Godard.

■ Benoît Descamps

Pages suivantes, des tableaux récapitulant l'offre de fonds de Private Equity accessibles via les CGP et celle disponible chez quelques assureurs.