



Enquête

PRIVATE EQUITY

Les appétits s'aiguisent pour le private equity

Après les investisseurs institutionnels, c'est au tour des particuliers de s'intéresser à cette classe d'actifs qui, sur le long terme s'avère très performante. Grâce à la Loi Pacte, il est possible aujourd'hui d'investir plus massivement dans le non coté dans son contrat d'assurance vie. Pour le plus grand bien de l'économie réelle. Mais gare à la bulle ?

Pascale Besses-Boumard

L'intérêt pour les entreprises non cotées n'a jamais été aussi manifeste. Il faut dire qu'il ne se passe pas un seul jour, sans que l'ensemble des acteurs économiques et politiques n'en vantent les mérites. Et pour cause ! selon les statistiques de l'Insee, on compte en France près de 4 millions de PME, soit 99,84 % des entreprises, qui totalisent 48,7 % de l'emploi salarié et 43,2 % de la valeur ajoutée. Pour financer ces entreprises et les accompagner dans leur développement, les solutions se sont heureusement multipliées au fil des années. Lorsqu'il y a 50 ans celles-ci ne pouvaient compter que sur les banques ou leur génération de cash-flow pour les aider, sont arrivées d'autres sources de financement. Celles-ci ont d'abord été favorisées par la manne publique qui, sous l'impulsion du président Pompidou, a favorisé l'éclosion de sociétés d'investissement, telles que l'IDI. Pour dynamiser les sociétés les plus jeunes et les plus risquées, a ensuite été introduit une carotte fiscale. Sont ainsi nées les FCPR et FCPI, emblèmes de la désintermédiation et de la nouvelle vague de produits d'investissement dans le non-côté. Produits qui ont très longtemps connu un assez franc succès, mais sans doute pour une mauvaise raison : celle d'alléger la note fiscale de foyers aisés.

Alors que les retours sur investissement n'ont pas toujours été au rendez-vous. Aujourd'hui, ce produit toujours en vogue se voit toutefois challengé par d'autres outils plus simples, plus transparents et répondant mieux aux attentes d'une clientèle prête à immobiliser son épargne mais pas dans n'importe quelle condition. L'essor du private equity est indéniable. Mais cette classe d'actifs est-elle la bonne solution pour diversifier son patri-



« Ce marché est effectivement chèrement payé en ce moment, mais c'est aussi vrai pour les autres segments tels que la Bourse ou l'immobilier »

Thibault Roy,
gérant chez K&P Finance

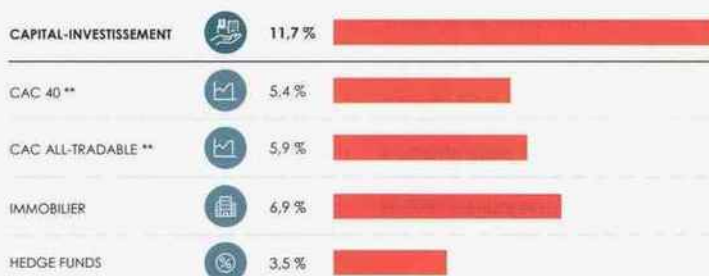
moine à l'heure où la recherche de rendement n'a jamais été aussi ardue ?

Deux lois essentielles

Cette démocratisation est le fait de deux lois récentes. Celle initiée déjà par Emmanuel Macron en 2015, permettant aux assureurs de reverser en titres les participations dans des sociétés logées dans des contrats d'assurance vie (en lieu et place de sorties obligatoirement en capital, obligation de liquidité très lourde pour les assureurs qui ne poussaient donc pas ce type d'investissement). La Loi Pacte de 2019 a ensuite donné un autre coup de boost aux investissements en private equity en élargissant les maximums de détention dans cette classe d'actifs.

Cet intérêt des particuliers pour les entreprises non cotées a été devancé par celui des investisseurs institutionnels. Les montants

Performances annuelles sur 15 ans À fin 2020, moyennes sur la période 2006 - 2020

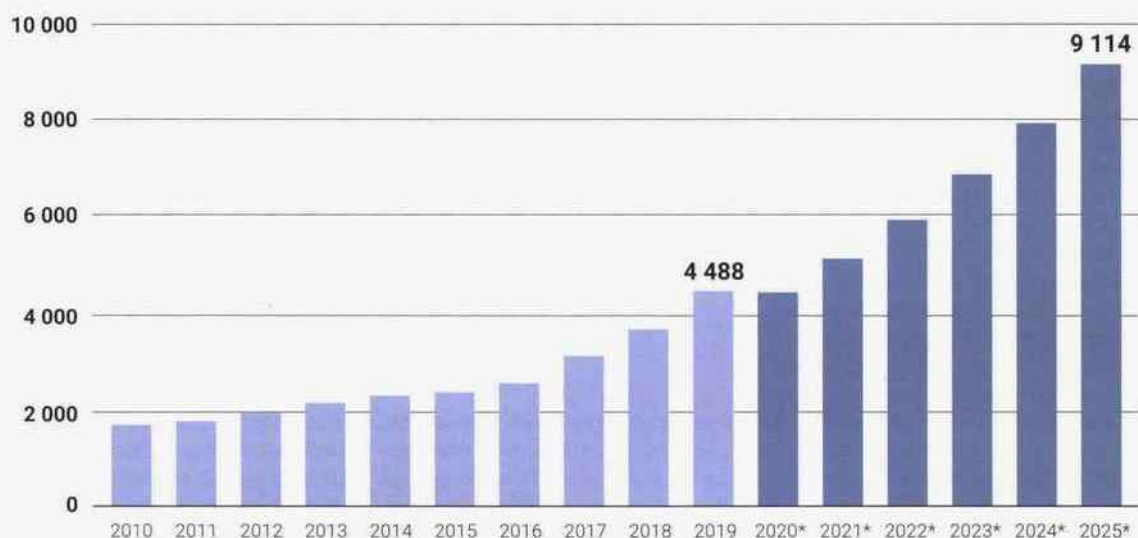


** La performance mesurée pour l'indice dépend de la séquence d'investissement et de désinvestissement et ne traduit pas la performance intrinsèque de l'indice.

Source : France Invest / EY



Croissance des encours mondiaux du private equity (en milliards de dollars)



Source : Preqin / Capital Finances du 4 novembre 2020.

* Prévisions

levés pour des fonds de private equity atteignent ainsi des niveaux de plus en plus stratosphériques. Avec cette dérive : les masses de capitaux apportées par les institutionnels sont telles que les gérants des fonds ont de la peine à les utiliser, faute de trouver la perle rare. Et très logiquement, cette manne d'argent a favorisé une très importante inflation des prix de vente, certains ratios atteignant des niveaux jugés plus qu'excessifs (20 X l'Ebitda). « Si cette classe d'actifs rencontre un tel succès, c'est parce que le contexte de taux bas a poussé les investisseurs à rechercher des relais de croissance ailleurs que dans les placements classiques », explique Olivier Dubs, gérant senior chez J.P Morgan Banque Privée. « Cette fulgurance de croissance est également le fait de la multiplication des acteurs dédiés à la gestion du non coté », ajoute Antoine Labbé, ancien banquier chez Worms & Cie qui vient de publier un livre sur le private equity¹. Pour ce spécialiste, le non coté bénéficie également d'avantages non négligeables sur le coté, comme les relations suivies entre l'entrepreneur et les responsables du fonds, le partage d'expérience avec les autres sociétés du fonds et l'apport de son réseau. Et de fait, pour nombre de spécialistes du secteur, il est impératif de favoriser



« Ce type de solution d'investissement nécessite beaucoup de pédagogie car les particuliers ne connaissent pas toujours le fonctionnement du PE et la façon dont il faut l'intégrer dans une allocation »

Latifa Kamal,
directrice générale adjointe
de Primonial Ingénierie
et Distribution

une bonne gouvernance pour permettre à l'entreprise d'aller de l'avant. C'est très souvent en raison d'une mauvaise gouvernance que les sociétés non cotées font défaut. Avec pour premier écueil, la mauvaise préparation de la transmission. La Bourse, elle, est très contraignante en matière réglementaire, coûte cher alors que les PME sont de moins en moins suivies par les analystes financiers.

Fort de ce succès, le marché du private equity s'est donc professionnalisé, permettant des reporting de plus en plus efficaces et des retours sur investissement quasi assurés avec, à la clef, une profonde transformation de l'entreprise. C'est sur ce socle que s'est construit la nouvelle génération de véhicules de PE, le financement de l'économie réelle et des entreprises de proximité étant devenu un projet commun à beaucoup de Français, désireux de bâtir une épargne plus responsable que par le passé. « La logique des circuits courts, du près de chez soi a également fait son chemin au niveau de l'investissement », souligne Fanny Letier qui a créé Geneo en 2019 avec Francois Rivolier grâce au soutien d'investisseurs aisés, trois institutionnels, des family office et plus de 100 entrepreneurs. Son credo : l'investissement dans des PME et ETI prometteuses et créer avec elles un réseau business.

Décorrélation avec les marchés boursiers

« Nous constatons en effet une demande de plus en plus importante de notre clientèle pour ce type de placement qui a le mérite d'être décorrélié des marchés boursiers traditionnels. Même s'il ne faut toutefois pas perdre à l'esprit que cette classe d'actifs peut se révéler volatile sans que cela se matérialise au quotidien pour les investisseurs compte tenu de la fréquence des valorisations », précise Thibault Roy, gérant chez K&P Finance. Ce dernier est adepte des FCPI, FCPR et FIP, mais il ne les conseille pas à tout le monde compte tenu du niveau de risque induit. « Lorsque l'on investit dans du non coté, on sélectionne surtout une maison de gestion, voire un gérant, plutôt que le produit en lui-même ou une société », détaille-t-il. Et de recommander Alto Invest, Nextstage AM ou Inter Invest. Selon lui, ce marché est effectivement chèrement payé en ce moment, mais c'est aussi vrai pour les autres segments tels que la Bourse ou encore l'immobilier. Du coup, il estime que les sociétés non cotées ont encore une marge de progression, ne serait-ce qu'en raison de leur grande diversité et leur aspect décorrélat. « Cette classe



« Pourquoi la performance serait-elle réservée aux plus fortunés ? »

Fanny Letier,
présidente de Geneo

d'actifs a encore de beaux jours devant elle car les acteurs susceptibles de s'y intéresser vont se multiplier, à commencer par les assureurs qui, grâce à la loi Pacte vont pouvoir accroître la part de leurs actifs dans cette catégorie de placement, ce qui bénéficiera au plus grand nombre. Pourquoi la performance serait-elle réservée aux plus fortunés ? »

Véritable révolution

« Au-delà des dispositifs fiscalement encouragés, qui se concentrent principalement sur le capital risque, il y a du sens à orienter l'épargne vers le capital développement et ainsi financer les PME et ETI qui, ancrées dans les territoires, sont essentielles pour l'emploi », ajoute la présidente de Geneo, ancienne de Bercy et de Bpifrance. Cette démocratisation de l'investissement en non coté s'accompagne, logiquement, d'une hausse des produits d'investissement dédiés. Chez Primonial, par exemple, une unité de compte investie en PE a été lancée dès septembre 2019. Malgré la période de confinement de 2020, PrimoPacte a tout de suite suscité l'intérêt auprès d'une clientèle souhaitant diversifier ses avoirs et avec un objectif de rendement supérieur à celui offert par le fonds en euros. « Ce type de solution d'investissement nécessite beaucoup de pédagogie car les particuliers ne connaissent pas toujours le fonctionnement du PE et la façon dont il faut l'intégrer dans une allocation, lance Latifa Kamal, directrice générale adjointe de Primonial Ingénierie et Distribution. Mais PrimoPacte est particulièrement bien adapté pour ceux qui souhaitent se positionner

TRI nets par horizon d'investissement

TOTAL CAPITAL-INVESTISSEMENT



11,4 %
11,7 %
10,1 %
12,1 %
11,5 %



■ TRI nets depuis l'origine en 1987
■ TRI nets sur 15 ans
■ TRI nets sur 10 ans
■ TRI nets sur 5 ans
■ TRI nets sur 3 ans

CAPITAL-INNOVATION



5,5 %
6,9 %
9,4 %
8,6 %
13,6 %



CAPITAL-DEVELOPPEMENT



7,4 %
6,1 %
6,2 %
8,6 %
7,4 %



CAPITAL-TRANSMISSION



13,3 %
13,4 %
10,3 %
13,7 %
12,7 %



VÉHICULES MIXTES*



10,2 %
12,5 %
12,2 %
10,7 %
7,5 %



INFRASTRUCTURE



12,6 %
12,6 %
13,3 %
12,8 %
12,1 %



Source : France Invest / EY



« Il est important de permettre au tissu économique français de trouver des financements lui permettant de grandir et prospérer »



Entretien avec Serge Weinberg, président de Weinberg Capital Partners

Vous avez récemment décidé d'ouvrir au marché retail votre dernier fonds à impact, -WCP Impact Dev #1-, en vous associant avec Generali pour le distribuer. C'est une grande première par rapport à votre politique habituelle. Pourquoi évoluer dans ce sens ?

Depuis 2005 nos fonds, comme l'essentiel de l'offre de private equity en France, étaient réservés aux investisseurs institutionnels, aux family offices ou à des fonds de fonds. Les épargnants particuliers étaient exclus de cette classe d'actifs. Cette exclusion tenait à ses caractéristiques : le private equity est un actif illiquide qui contraint l'épargnant à conserver ce placement pour une durée de 10 ans, c'est un investissement qui doit s'inscrire dans une construction de portefeuille de moyen/long terme. Il n'était donc pas évident de proposer du non coté à des investisseurs susceptibles d'avoir besoin à plus ou moins brève échéance de leur épargne. Aujourd'hui, compte tenu d'un contexte de taux particulièrement bas et du faible rendement de nombreux véhicules de placement, à commencer par le fonds en euros, nous avons estimé chez Weinberg Capital Partners qu'il était temps d'ouvrir le marché du private equity aux épargnants privés. Logée à l'intérieur d'une unité de compte, cette classe d'actifs se révèle effectivement particulièrement pertinente, en tout cas, pour tous ceux qui souhaitent obtenir, à long terme, un retour sur investissement supérieur à celui des autres investissements. Ce que l'on constate aisément en regardant les différentes statistiques de rendement historique du private equity.

Pensez-vous que la thématique impact est susceptible d'intéresser les épargnants ?

Je le pense en effet à l'heure où les investisseurs demandent dorénavant plus qu'un rendement pour leurs placements. La thématique de l'impact est à mes yeux très impliquante pour les gestionnaires. Dans notre cas, nous avons voulu que ce thème soit évident en définissant un univers d'investissement qui adresse des enjeux sociétaux et environnementaux, il est important pour nous d'adresser les deux problématiques. Nous accompagnons les entreprises

du portefeuille de façon très opérationnelle en les aidant à mettre en place des plans d'impact adossés à des critères d'impact précis et mesurables par un tiers. Pour un parfait alignement d'intérêt nous avons conditionné les commissions de superperformance (carried interest) en fonction des résultats des indicateurs d'impact. D'une manière plus globale, tous nos fonds ont aujourd'hui une approche ESG exigeante. Cela nous oblige à travailler différemment, à penser le développement de nos entreprises en tenant compte des enjeux environnementaux et sociaux et nous apprenons beaucoup de cette nouvelle discipline.

Pourquoi avoir choisi Generali ?

Nous avons une relation historique avec Generali et de bons rapports avec les équipes de Jean-Laurent Granier, président directeur général de Generali France. L'idée de cette association avait germé dans nos esprits pour offrir une proposition innovante aux épargnants. Nous avons beaucoup travaillé pour résoudre des problèmes techniques propres à l'assurance vie. C'est aujourd'hui chose faite et notre fonds rencontre un vif succès auprès des investisseurs privés en compte titres, mais aussi auprès des partenaires du réseau de Generali. Nous sommes au début de cette nouvelle histoire et je ne doute pas que nous écrivions de nouveaux chapitres très bientôt. Et ce, avec éventuellement d'autres partenaires.

Vous avez donc réussi à résoudre le problème de la liquidité ?

Grâce au montage trouvé avec Generali, notre poche d'investissements en entreprises non cotées est logée dans une unité de compte comprenant d'autres actifs liquides. Même s'il est recommandé de conserver 10 ans le fonds au sein de l'UC, ceux qui voudraient revendre plus rapidement peuvent le faire avec la liquidité offerte par la loi Macron. Un indéniable avantage rendu possible par la volonté publique qui, depuis plusieurs années, s'est attelée à rendre plus accessible le placement long terme dans le but manifeste de mieux sensibiliser les Français à préparer leur retraite.

**Ne pensez-vous pas qu'il est un peu tard pour se positionner sur le private equity au regard du bond en avant des valorisations depuis plusieurs années ?**

Si l'on regarde de près les principaux chiffres, on constate en effet que face à un nombre de transactions relativement identique d'une année sur l'autre, les masses de capitaux disponibles ont doublé en l'espace de cinq à six ans. Un déséquilibre qui ne peut que provoquer une inflation des prix. Surtout au niveau des LBO ayant déjà permis à leur participation de se déployer. Face à cela, il faut savoir que si l'on se concentre sur le marché primaire, (ouverture du capital pour la première fois à un financier), les prix demeurent plus raisonnables, la croissance des cibles étant encore devant elles. Cela demande, un travail en amont pour aller dénicher la bonne cible, avec parfois des déceptions mais aussi de très belles histoires. C'est sur ce type d'investissement que nous nous focalisons. Tout en étant très proches des entreprises dans lesquelles nous investissons, particularité du private equity par rapport à d'autres gestions actives plus traditionnelles. Il faut bien savoir aussi que même en dépit de valorisations élevées, les effets de cycles sont lissés dans le temps, les fonds procédant à plusieurs acquisitions chaque année de la période d'investissement. Et sur une longue durée de détention, la distorsion finit par s'estomper.

La différence ne se fait-elle pas dans l'approche ?

Nous avons toujours privilégié le financement en actions plutôt qu'en dette car nous estimons que ces deux univers n'ont pas les mêmes économies et qu'il est difficile de les aborder conjointement. D'ailleurs rares sont ceux qui se positionnent sur ces deux modes de financement. Pour être rentables, les fonds de dette doivent souvent afficher une taille importante.

Face à ce contexte inflationniste, nous restons, de toute façon, toujours très disciplinés sur les prix d'acquisition. Ce qui nous permet d'éviter certaines erreurs. En outre, le vivier des pme françaises est tellement riche, -couplé à un travail de sourcing initié depuis plus de 10 ans- que nous n'avons pas de mal pour trouver des dossiers prometteurs. Notre sélectivité est d'autant plus aisée que nous ciblons 3 à 4 acquisitions par fonds chaque année.

Pensez-vous que cet essor, tout comme l'intérêt des investisseurs pour le private equity est amené à perdurer ?

Je pense que c'est effectivement un mouvement de fond. Compte tenu des nouveaux véhicules mis à destination des épargnants particuliers et

de son réel intérêt, les investisseurs devraient se montrer de plus en plus friands. Je trouve d'ailleurs pertinent d'ouvrir au plus grand nombre le champ des possibles de ce segment. Il est également important de permettre au tissu économique français de trouver des financements lui permettant de grandir, croître et prospérer. J'y vois une mission d'intérêt général contribuant à la richesse du pays. On participe ainsi à l'irrigation d'un terreau, à la transformation de jeunes pousses. Cette action contribue à la naissance d'un nouveau paysage. Et dans cette aventure collective, tout le monde y gagne.

Ne croyez-vous pas que la pandémie est de nature à remettre en question ce type de financement ?

J'observe que la pandémie n'a pas bouleversé les valorisations du private equity en France. Les prix n'ont entamé aucun mouvement de baisse. Bien au contraire. Sur le premier semestre 2021 on a même constaté une précipitation des transactions, les esprits s'étant rapidement ressaisis après le choc de mars 2020. Pour mémoire, les prix ne sont jamais retombés, même après la crise de 2008. C'est dire si l'appétit des investisseurs pour le non coté ne s'est jamais tari. Avec même une préférence manifeste du private equity sur la Bourse qui, pour moi, n'est pas un mode de cession naturel. La puissance de feu des principaux acteurs du PE est même telle que l'on assiste aujourd'hui au rachat d'entreprises cotées, comme Artefact, par exemple, par des fonds de LBO.

Que pensez-vous de l'apparition de nouveaux véhicules ?

On voit, certes, apparaître de nouveaux véhicules pour faciliter la cotation d'entreprises non cotées : les SPAC. Est-ce une bonne nouvelle pour le monde du private equity ? je n'en suis pas sûr. Si ces outils se sont multipliés aux Etats-Unis, en France les exemples sont moins nombreux. Je suis assez réservé sur ces produits susceptibles de générer des conflits d'intérêt entre les initiateurs du SPAC et les futurs actionnaires de l'entreprise cotée.

Vous êtes donc plus que jamais convaincu de la pertinence de cette classe d'actifs ?

L'essentiel est de pouvoir continuer à faire grandir les champions de demain tout en permettant au plus grand nombre de participer à cette aventure. C'est la mission que s'est fixée notre société de gestion et nos 22 gérants. Nous gérons pour l'heure 4 fonds, dont 2 en sont à leur 3^e millésime. La démocratisation du private equity est en route et nous comptons bien participer activement à ce phénomène.



« Si cette classe d'actifs rencontre un tel succès, c'est parce que le contexte de taux bas a poussé les investisseurs à rechercher des relais de croissance ailleurs que dans les placements classiques »

Olivier Dubs,
gérant senior chez J.P. Morgan
Banque Privée

sur un placement de long terme, même si sa liquidité est assurée ». De fait, la durée de détention recommandée est de 10 ans. Pour ce faire, Primonial s'est rapproché d'Eurazeo et d'Oradea Vie. La poche de PE est composée à 60 % de fonds de PE primaires, 30 % de fonds secondaires et 10 % en co-investissement direct.

Un appétit du retail encore naissant

Si l'on regarde les statistiques, il est clair que l'appétit du retail pour le non coté n'est pas encore flagrant. PrimoPacte, par exemple, a récolté environ 40 M€. Les offres de ses concurrents affichent à peu près les mêmes ordres de grandeur. Rien à voir avec les fonds de PE dédiés aux institutionnels. Reste que cette classe d'actifs réputée efficiente dans le temps a sans doute une carte à jouer : celle de l'épargne retraite. Plusieurs assureurs ont d'ores et déjà inclus une offre de private equity dans leur nouveau PER individuel. « Une issue tout à fait logique, l'investissement dans le non coté trouvant toute sa pertinence dans une détention de long terme, à savoir au moins 10 ou 12 ans », explique Antoine Labbé. « Il est absolument clé de bien sélectionner les fonds de private equity, car c'est la classe d'actifs dans laquelle la dispersion de performance est la plus forte. La qualité de la sélection doit ensuite s'accom-

Les avantages de la dette privée secondaire



Pour investir dans le non coté, les outils sont de plus en plus nombreux. Mais il existe également plusieurs façons d'aborder cet investissement. Les véhicules historiques, et de loin les plus nombreux, sont investis en actions des entreprises non cotées. Mais il est également possible d'aborder cette classe d'actifs par un investissement obligataire. Et ce, via des fonds de dette privée. Solution moins prisée aujourd'hui car moins connue du grand public. Il existe même une façon encore plus sophistiquée d'investir dans le non coté : en acquérant des fonds de dette secondaire qui ont pour objet d'acheter des parts de fonds ou des portefeuilles de dette privée déjà constitués. « La dette privée des PME/ETI constitue une formidable opportunité de placement dans une approche partenariale avec les sociétés. C'est d'ailleurs le marché, -avec les infrastructures-, ayant enregistré la plus forte croissance ces dernières années », lance Michael Sfez, président de Kermony Capital société de conseil sur le non coté. Le plus des fonds de dette secondaire ? Ils permettent de générer du rendement dès le premier investissement et de déployer des capitaux au bout de deux ans, d'avoir d'emblée une grande visibilité sur les actifs du portefeuille, de dénombrier des prêts ayant déjà 3 ans d'existence, de profiter d'une décote (en moyenne de 8 %) et surtout de mettre la main sur un grand nombre de prêts permettant une large diversification des actifs. « Comme le marché de la dette privée connaît une très forte croissance, cela va forcément doper le turn over en secondaire, et donc la profondeur de ce marché. Mais pour bénéficier des meilleures opportunités, il est primordial d'avoir un accès optimal aux fonds primaires », ajoute Frédéric Zablocki, président de la société de gestion Entrepreneur Invest qui commercialise justement en ce moment un FIPS (Fonds d'investissement Professionnel Spécialisé), accessible à partir de 100 000 euros et dénommé : FPS Entrepreneurs Pantheon PDS. Ce véhicule, un fonds de fonds, s'est fixé pour objectif de délivrer un TRI annuel compris entre 7 % et 8 %, de verser un coupon dès 2023 et se repose sur les compétences du géant américain Pantheon, grand nom de l'univers du non coté qui travaille avec les plus grands fonds mondiaux, Kermony Capital étant son représentant exclusif en France.

pagner d'une approche « programmatique », avec des engagements dans des fonds de private equity construits progressivement, sur plusieurs années, et sur plusieurs fonds chaque année », assure de son côté Olivier Dubs. Cette démocratisation est aussi le fruit d'importants efforts de la part des ingénieurs et distributeurs. Il est en effet aujourd'hui possible d'investir dans le non coté à partir de 1 000 ou 5 000 euros quand le niveau minimum était plutôt de 100 000 euros précédemment. De même, cet investissement, logé dans des unités de compte ou des fonds en euros, est-il devenu beaucoup plus liquide que par le passé. Enfin, la Loi Pacte a permis une sortie en capital de l'assurance vie, nouveauté qui séduit largement les épargnants. De quoi

mettre de son côté tous les avantages d'une classe d'actifs qui a déjà démontré sa pertinence par le passé et qui a dorénavant sa place dans les portefeuilles d'épargnants souhaitant diversifier leurs avoirs. « Il faudra toutefois redoubler d'efforts pour expliquer toutes les subtilités de cet investissement qui comporte, il est vrai, plusieurs approches en fonction de la maturité des sociétés », ajoute Latifa Kamal. De quoi donner du grain à moudre à tous les acteurs du private equity, ce marché étant loin d'avoir épuisé toutes ses ressources. ■

1. « Le Private Equity au service de l'entreprise » d'Antoine Labbé, éditions Félix Torres Editeur. 147 pages