



CAPITAL-INVESTISSEMENT

Le private equity, une mode ou un eldorado ?

A l'heure où les rendements financiers et immobiliers se tassent, le private equity apparaît comme une planche de salut en diversification. Pour les particuliers prêts à prendre des risques, les options permettant d'investir dans le non coté se sont multipliées.

Georges Canto

A lors que les épargnants français ne cessent de se détourner des actions cotées en bourse (lire encadré) leur appétence pour le non-coté ne se dément pas, d'autant qu'ils peuvent y investir d'une manière de plus en plus variée. Selon la Banque de France, au 30 septembre 2016, ils avaient en portefeuille pour 818,5 Md€ d'actions non cotées, soit plus de 18 % de leur patrimoine financier, quatre fois plus que les actions cotées. Un ménage sur quatre en détiendrait. Depuis 2000, quand elles ne pesaient que 12,7 % du total, leur montant a été multiplié par 2,5 environ, soit 30 Md€ de plus par an.

Le plus souvent le non-coté correspond aux actions détenues par des chefs d'entreprises dans les sociétés qu'ils ont fondées ou rachetées, et à celles souscrites par leurs parents, amis et connaissances ayant mis de l'argent dans l'entreprise (ce que les anglo-saxons appellent le « *love money* »). Lorsqu'en revanche les actions sont émises en contrepartie des apports de particuliers extérieurs au cercle des proches et surtout intéressés par le potentiel de croissance d'une entreprise innovante, on est au cœur du capital-investissement, ou *private equity* dans son acception usuelle (en théorie il comprend aussi les acquisitions par LBO). Selon l'Association Française des Investisseurs pour la Croissance (Afic), en 2016 les personnes physiques ont représenté 23 % des levées de fonds d'origine française en capital-investissement, soit 1,9 Md€. En leur sein, les ménages fortunés et les family offices sont sur-représentés. Le baromètre annuel réalisé par OpinionWay pour le compte de l'Association française du family office montre que 14 % des avoirs financiers des family offices sont investis en private equity, autant qu'en

actions cotées, une proportion qui devrait rapidement atteindre 20 % selon Jean-Marie Paluel-Marmont, président de l'AFFO, compte tenu de l'engouement suscité par le concept.

Le private equity garde une importante marge de progression en France, surtout en raison des besoins de financement de jeunes entreprises n'ayant accès ni au crédit bancaire ni aux marchés financiers. Les pouvoirs publics sont toujours aussi désireux de « réorienter massivement l'épargne vers l'économie productive » (Emmanuel Macron, le 24 février 2017). Et un effet de rattrapage est possible par rapport à certains pays étrangers où l'investissement en capital-risque est plus banal (les Britanniques y consacrent deux fois plus d'argent).

Investir dans des sociétés non cotées, surtout si elles sont en phase de croissance, présente des inconvénients bien connus : problèmes de valorisation et de liquidité des titres, long délai avant de percevoir des dividendes, risque élevé de perte en capital (le « taux de casse » est couramment de 20 à 25 %). Malgré cela, les particuliers aisés sont souvent animés par le désir de « donner du sens à leur investissement » et sont d'autant plus sensibles au sort des PME qu'ils sont souvent eux-mêmes chefs d'entreprises (en activité ou retraités). De plus, de nombreuses études ont montré que sur le long terme les performances moyennes du non coté sont supérieures à celles de tous les autres placements, immobilier compris. Mais ce sont clairement les incitations fiscales (surtout

Une nette désaffection pour les actions cotées

La détention directe d'actions cotées (hors actionariat salarié) ne cesse de baisser. Mi-2016, on ne comptait plus que 3 millions d'actionnaires, contre 3,7 en 2014 et plus de 7 millions au début des années 2000, soit un taux de détention de 6,2 % des ménages contre 13,8 % en 2008.

En conséquence, selon la Banque de France, au 30 septembre 2016, les actions cotées avec 204,7 M€ d'encours, ne pesaient plus que 4,52 % du patrimoine financier des ménages (8,7 % en 2000). Encore positifs de 3,8 Md€ en 2014, les flux sont devenus négatifs en 2015 et début 2016.

La détention indirecte, sous forme d'OPC en actions, suit la même pente, avec un taux de détention tombé à 2,5 % contre 7,5 % en 2008. Selon diverses sources, les fonds actions aux mains des ménages représenteraient 81,5 Md€, soit à peine 1,8 % de leur patrimoine financier.

En revanche il n'existe pas de chiffres précis sur la part des actions dans les Unités de compte en assurance vie. Le total des encours en supports UC est proche de 300 Md€.



au titre de l'ISF depuis la loi Tépà en 2007) qui motivent les épargnants, malgré les contraintes d'éligibilité des PME et de durée minimum de détention. 50 % de réduction d'impôt, ce n'est pas si courant.

L'embaras du choix

Les particuliers souhaitant investir dans le private equity n'ont que l'embaras du choix, tant la palette des formules disponibles s'est élargie depuis une dizaine d'années. Les plus anciennes, toujours vivaces, coexistent avec des supports d'investissement plus récents et innovants.



**Seulement 14 % des
avoirs financiers des
family offices sont
investis en private equity**

Apparus dans les années 90, les réseaux de business angels facilitent l'entrée directe au capital d'une PME. Ils ont encore été très actifs en 2016 avec, selon l'association France Angels, 415 opérations de financement pour un total de 43 M€ investis, dont 18 % correspondent à des refinancements.

Depuis une date plus récente, il est aussi possible d'investir dans le capital de start-up de toutes sortes via des sites Internet. Le segment de l'*equity crowdfunding* représente près 30 % de la « finance participative » autant que le don, le prêt restant dominant avec plus de 41 % du total. En 2016, les fonds levés par ce moyen ont été de 68,6 M€, en hausse de 36 % par rapport à 2015 et 2,7 fois plus qu'en 2014, date où le concept a été « officialisé » par l'AMF. Selon le baromètre de Financement Participatif France et KPMG, en 2016 chaque projet a réuni en moyenne 112 contributeurs investissant 3700 €. La majeure partie a plus de 50 ans mais 18 % ont de 18 à 24 ans ! Une quinzaine de plateformes se partagent le marché dont trois, Anaxago, Wiseed et SmartAngels, pèsent plus de 60 %.

Les activités des business angels et des sites de crowdfunding en capital sont plus complémentaires que concurrentes, avec des tickets moyens, des cibles d'entreprises et des profils d'investisseurs très différents.

Une deuxième possibilité, qui relève de l'investissement indirect, consiste à devenir actionnaire d'une société d'investissement. Cette formule ancienne a connu un renouveau depuis la loi Tépà d'août 2007 qui a créé les « holdings ISF » dont Truffle ISF PME, Inter Invest ISF ou 123 Club PME sont de bons exemples. Ces entités, créées à l'initiative de sociétés de gestion agréées par l'AMF, permettent d'obtenir une réduction d'ISF assez élevée, pouvant aller jusqu'à 45 000 €. Bien que depuis leur création, les conditions de leur gestion aient changé plusieurs fois, la tendance est à l'assouplissement. Une restriction importante demeure : l'AMF considère que ces holdings ne doivent être proposées qu'à des « investisseurs qualifiés ». En pratique elles ne concernent que les assujettis à l'ISF au-delà de 2,57 M€.

Les particuliers qui n'entrent pas dans ces

catégories peuvent toujours se tourner vers les fonds d'investissement cotés. Il en existe une dizaine en France, dont certains sont assez anciens (Altamir, Eurazeo, Wendel).

Mais là aussi la palette s'est récemment élargie avec deux introductions en bourse intéressantes. Celle de Nextstage SCA en décembre 2016, « un véhicule original permettant de conjuguer cotation en bourse et investissement à long terme dans le non coté avec une fiscalité avantageuse », a permis de lever 27,2 M€, avec l'objectif d'avoir un actif net de 500 M€ en 2020, quatre fois plus qu'actuellement. Celle de Tikehau Capital en mars 2017 a porté la valeur de cette société, qui gère quelque 10 Md€ d'actifs, et possède un actionnariat varié et de qualité à plus de 1,7 Md€ (voir l'interview des cofondateurs dans *Gestion de Fortune* n°281 de mai 2017 p.28).

Les fonds cotés bénéficient de règles d'investissement souples. Ils ont la possibilité d'emprunter, tandis que la cotation permet aux épargnants, dont la mise initiale peut être modeste, de bénéficier d'une liquidité appréciable.

De sérieuses restrictions sur les fonds retail

Très intéressants fiscalement, ce qui explique leur succès, les Fip et FCPI le sont moins sur d'autres plans. La durée d'engagement, au minimum de cinq ans pour bénéficier de l'avantage fiscal, est en pratique plus longue (huit à dix ans) en raison du délai nécessaire pour dégager un retour sur investissement.

Les performances sont très disparates, y compris au sein d'une même société de gestion en fonction du « millésime » (c'est-à-dire de l'année de création et de collecte majeure). Des pertes sévères en capital (40 à 50 %) sont possibles à la sortie.

De plus, les frais grignotent fortement le rendement. Selon la Cour des comptes, « sur une période de 8 à 10 ans », les frais réels prélevés sur les Fip et FCPI représentent au total « entre 36 % à 45 % » du montant versé. Ce constat a conduit les pouvoirs publics à les limiter pour les fonds ISF agréés à partir du 1er janvier 2017 : les différents frais des Fip et FCPI sont désormais soumis à plusieurs plafonds, pour un montant total maximum de 30% sur la durée de l'investissement. Entre autres mesures pour y parvenir, l'AMF n'agréera plus des Fip et FCPI créés par des sociétés gérant des encours en dessous d'un certain seuil, ce qui doit permettre de limiter le nombre de petits fonds et de faire jouer des économies d'échelle.

D'autres restrictions sont intervenues depuis début 2016. Les fonds ISF doivent se recentrer sur les entreprises « jeunes » non cotées : soit en création, soit actives depuis moins de dix ans pour les FCPI ou de sept ans pour les Fip. Une contrainte qui pèsera surtout sur ces derniers qui investissent beaucoup dans des PME familiales bien installées.



La manière la plus courante d'investir en private equity reste la souscription de parts d'un fonds commun de capital-investissement. Les Fonds communs de placement en innovation (FCPI) et les Fonds d'investissement de proximité (Fip) sont de loin les principaux véhicules du private equity en France.

L'attrait des FCPI et Fip

Selon l'afic, les 73 fonds « ouverts à la souscription » en 2016 (45 FIP et 28 FCPI) ont levé 967 M€ et séduit près de 114 000 investisseurs, ce qui représente une mise moyenne de 8 500 € au total. 31 sociétés de gestion sont actives sur le créneau (sur les 630 recensées par l'AFG) dont plusieurs sont spécialisées par secteurs, comme Truffle Capital connue pour ses investissements en « medtech ».

Les FCPI et les FIP, créés respectivement en 1997 et 2003, sont des véhicules éprouvés, très prisés des contribuables aux revenus élevés ou assujettis à l'ISF. Ils ont été complétés en 2007 (toujours la loi Tepa) par les « mandats de gestion ISF » : donnés à une SGP, leur fonctionnement, moins contraignant que celui des fonds, est proche de celui des holdings ISF avec notamment le même avantage fiscal.

Les dernières nouveautés en date sont issues de la « loi Macron » d'août 2015. Il est désormais possible de loger du capital-investissement dans un contrat d'assurance vie en unités de compte où ces dernières sont généralement exprimées en parts de FCPR (voir notre enquête ci-après).



L'equity crowdfunding représente près de 30 % de la « finance participative »

Cette mesure touche le grand public, mais pour les personnes fortunées, la loi a créé une nouvelle catégorie de fonds professionnels spécialisés : la société de libre partenariat (en fait, une société en commandite simple) avec un ticket d'entrée élevé (30 000 € ou 100 000 € suivant les cas).

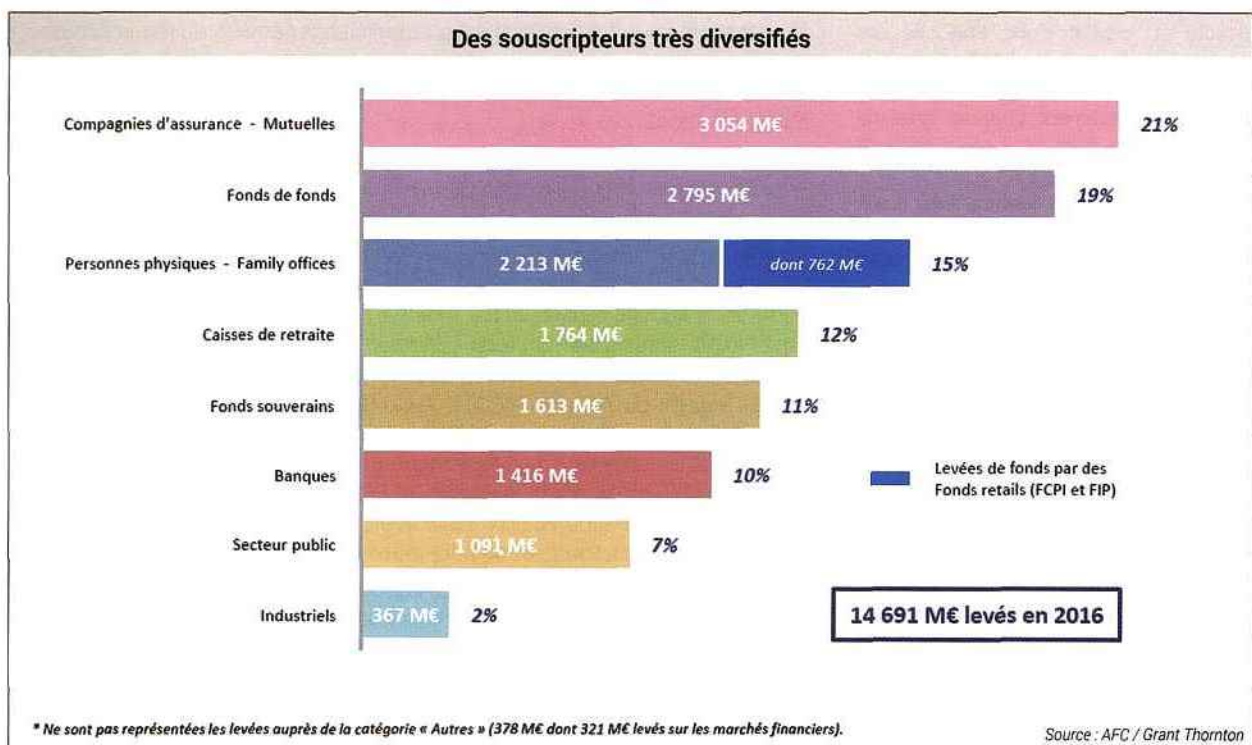
Cependant, il faut bien constater que, à part l'investissement direct en capital d'une PME, un grand nombre de formules ne correspondent pas à du private equity « pur ».

Ainsi la réglementation des fonds de capital-investissement leur permet d'investir dans d'autres instruments financiers, en particulier dans des actions de sociétés cotées. Les FCPI par exemple doivent respecter un quota d'investissement de 70 % en capital de sociétés innovantes non cotées, mais les 30 % restants peuvent être composés de supports financiers variés, actions cotées, obligations ou autres fonds. Autre exemple : le fonds coté Nextstage SCA a déclaré vouloir investir 25 % en actions cotées.

D'autre part, certaines entreprises cotées peuvent être incluses dans le « quota ISF » si elles ne sont pas listées sur un marché réglementé : c'est le cas des quelque 200 sociétés présentes sur Alternext.

Les titres éligibles au quota de non coté ne sont pas forcément des actions (ou des parts pour les Sarl). Il peut aussi s'agir d'obligations remboursables en actions (ORA) ou convertibles (OCA).

Certaines sociétés de gestion comme 123 IM (27 fonds) ou Turenne Capi-





tal (24 fonds) utilisent largement cette possibilité, avec comme conséquence que les capitaux collectés auprès des souscripteurs de Fip ou de FCPI peuvent finalement se retrouver majoritairement investis en titres de dette, en cumulant la part possible dans le « quota ISF » et celle incluse dans le reliquat. Toutefois depuis la réforme intervenue début 2016, les actions de toute nature ne peuvent être inférieures à 40 % de l'actif net du fonds. Cet engouement pour les titres de dette privée répond à deux préoccupations : faciliter les premiers remboursements aux clients, tout en dopant et en sécurisant les rendements. Le non coté mélange ainsi de plus en plus *private equity* et *private debt*.

Des interrogations

On peut aussi se demander si le nombre de formules permettant d'investir dans le non-coté n'augmente pas plus vite que les capitaux disponibles. Le capital-investissement est un « segment-niche » qui n'intéresse encore qu'un nombre réduit d'investisseurs. De plus, s'agissant d'un investissement risqué, il leur est recommandé de ne pas y consacrer plus de 5 à 10 % de leurs avoirs. De ce fait, toutes

formules confondues, les mises sont plutôt modestes et évoluent peu : le montant moyen investi par souscripteur en Fip et FCPI a même baissé de 2,5 % entre 2015 et 2016, ce qui est peut-être l'indice d'un « saupoudrage » des capitaux entre les différents produits et formules.



Une dizaine de fonds d'investissement cotés en *private equity*

De surcroît, la sensibilité du capital-investissement à la conjoncture est élevée. Ainsi les Fip et les FCPI ont-ils fortement pâti de la crise financière. De 2008 à 2012, le nombre de souscripteurs et les levées de fonds ont chuté de 45 %. Malgré le rebond enregistré depuis, on n'a toujours pas retrouvé les valeurs d'avant la crise. Ce constat ne vaut cependant que pour les investisseurs « *retail* », un terme inadéquat s'agissant de produits surtout

souscrits par des redevables de l'ISF. Les chiffres de l'Afic montrent que les Fip et les FCPI ne représentaient en 2016 que 40 % des sommes investies par les personnes physiques (contre 53 % en 2013). L'essentiel des capitaux apportés par les particuliers fortunés va vers les Fonds communs de placement à risques (FCPR) et les Fonds professionnels de capital-investissement (FPCI) dont la progression est forte (collecte 2,4 fois plus élevée en 2016 que trois ans plus tôt) malgré une fiscalité moins intéressante. La toute récente formule de la SLP a connu un grand succès dès son apparition : avec près de 4,4 Md€ (tous investisseurs confondus), elle a capté 30 % des capitaux investis en *private equity* l'année dernière.

L'année en cours et les suivantes pourraient être moins glorieuses car une épée de Damoclès, qui touche aussi la philanthropie, menace le *private equity* à la française : la réforme de l'ISF voulue par le président Macron contribuera à exonérer une grande partie des quelque 343 000 redevables actuels. N'ayant plus à payer l'ISF, ils se détourneront des formules qui leur permettent aujourd'hui d'alléger leur facture. Le capital-investissement pourrait en faire les frais. ■

