

L'ASSAUT DU PRIVATE EQUITY VERS LES INVESTISSEURS PRIVÉS SE POURSUIT

Le casse du siècle n'a pas – encore – eu lieu. Les acteurs du private equity peinent à convaincre massivement les épargnants et « highnet-worth individuals » (HNWI), malgré les innombrables évolutions réglementaires qui ont facilité aux investisseurs privés l'accès à la classe d'actifs ces dernières années. En France, il y a par exemple eu l'évolution constituée par le « 150 OB-ter » avec l'ouverture des FIA au réemploi, ou l'assurance-vie (1 704 Md d'encours à fin 2020) pouvant désormais être investie jusqu'à 50 % en non-coté via les unités de compte. En Europe, la création des Eltif devait aussi favoriser cet afflux (lire ci-contre). « On s'efforce d'accompagner le développement de la classe d'actifs dans un environnement de taux bas, avec un cadre suffisamment ouvert, mais aussi protecteur pour les épargnants, expose Philippe Sourlas, secrétaire générale adjoint de l'AMF en charge de la direction gestion d'actifs. Nous avons récemment travaillé sur plusieurs initiatives, comme le FCPR evergreen ou les propositions sur la révision des Eltif afin de les rendre plus attractifs. » Outre-Atlantique, le Department of Labor (DOL) a émis le 3 juin 2020 une lettre d'information indiquant que le 401 (k) plan (l'épargne retraite américaine) pouvait désormais s'ouvrir aux fonds de private equity. On parle là d'un « trésor » jusque-là inaccessible de près de 9 000 Md\$ à fin 2019.

En tout cas, le poids des « private individuals » dans la classe d'actifs est seulement passé de 5 à 7 % entre 2012 et 2020 à l'échelle européenne, selon les chiffres d'Invest Europe.

Certes, l'évolution en valeur absolue est plus impressionnante, avec un « retail money » qui représentait 1,2 Md dans les fundraisings de 2012, contre quelque 7 Md l'an dernier. Mais le potentiel est encore loin d'être pleinement libéré, puisque cela ne représentait que 1,5 % des 450 Md épargnés par les Européens sur la seule année 2020, selon Euler Hermes... « La volumétrie est encore basse, mais nous avons espoir qu'elle augmente année après année avec, par exemple, le fléchage possible d'une partie des ressources de l'épargne salariale et de l'épargne retraite vers le private equity, estime Dominique Gaillard, président de France Invest, qui poursuit : Le premier frein est aujourd'hui lié à l'éducation car si les conseillers prescripteurs ne maîtrisent pas la classe d'actifs, ils ne la proposeront pas à leurs clients. Les conseillers dans les banques privées commencent à être bien formés, sous l'action de nombreuses sociétés de gestion qui ont travaillé avec ces réseaux, il faut maintenant convaincre les CGP et les réseaux d'assurance de l'intérêt de proposer du capital-investissement. Nous avons mis en place une formation adaptée chez France Invest, mais nous n'arrivons pas encore bien à la vendre. »

Cette méconnaissance de la classe d'actifs est aussi pointée du doigt par Jean-Philippe Hecketsweiler, co-fondateur de HLD, qui a récemment créé PE Trust. Ce dernier souhaite ouvrir le non-coté institutionnel aux investisseurs privés en leur permettant d'accéder, à travers une structuration adaptée, aux mêmes opportunités

que les autres LPs. Mais il concède qu'« aujourd'hui et au niveau international, plus de 95 % des fonds gérés en private equity sont souscrits par des institutionnels. Le fait qu'il s'agisse d'une classe d'actifs réservée explique qu'elle soit encore très méconnue du grand public, ce qui a contribué jusqu'à aujourd'hui à freiner son développement auprès des investisseurs privés ». Les importantes ressources déployées par les gérants pour « draguer » cette catégorie d'investisseurs semblent faire bouger les lignes.

DES FONDS PLUS ONÉREUX

Bpifrance a atteint sans difficulté l'objectif de récolter 95 M de son premier fonds ouvert au grand public, Entreprises 1. De son côté, Eurazeo a réuni 170 M, soit 30 M de plus que la taille cible, pour Idivest Strategic Opportunities II, un véhicule de secondaire. BlackRock a récemment sécurisé 509 M auprès d'investisseurs privés grâce à un Eltif, malgré un cadre encore contraignant. Et le nombre de « feeders » pour récolter des fonds au-delà du cercle des institutionnels se multiplie, comme c'est le cas pour le quatrième millésime LBO et growth capital de Mérielix Equity Partners. Mais ces développements sont coûteux pour les sociétés de gestion. Le back office et la compliance doivent être renforcés pour s'attaquer à cette poche de liquidité. « Tout dépend du type d'investisseurs privés visé, entre HNWI, réemploi des entrepreneurs ou l'épargnant plus grand public. Mais les commissions de distribution, la

gestion des bulletins de souscription ou les contraintes réglementaires spécifiques entraînent un surcoût compris entre une et deux fois les sommes nécessaires pour la gestion de fonds uniquement institutionnels », juge un observateur.



VIGILANCE DE L'AMF

D'autant que l'AMF reste vigilante sur le sujet. « Au-delà de l'agrément du fonds avant sa commercialisation, nécessaire s'il est distribué auprès de particuliers, nous avons une mission de contrôle sur l'ensemble du cycle de vie de ces véhicules, rappelle Aurore Labadie, adjointe au directeur de la Direction Agréments et Suivi au sein de l'institution. Avec une attention particulière sur la valorisation et ses méthodes, mais aussi sur la communication, et sur d'autres points, comme le sujet émergent de l'ESG, où il doit y avoir une adéquation entre une promesse commerciale et les actions engagées. » Le jeu en vaut la chandelle, comme dit l'adage. « Il y a un marché significatif à conquérir sous réserve de construire une architecture efficace de sélection, structuration, digitalisation et distribution permettant de prendre une part,

même modeste, de l'épargne financière des Français d'environ 4 000 Md, souligne Jean-Philippe Hecketsweiler. Aujourd'hui les deux tiers de cette somme offrent un rendement nul ou très faible. Pourtant l'assurance-vie est un produit qui a une durée de vie longue en France, et le capital-investissement aurait donc toute sa place pour doper l'épargne des Français. Mais pour ça il faut des produits qui offrent réellement un accès à des opportunités de qualité, avec un TRI net qui doit s'approcher des 10 %, en tenant compte du coût de structuration et de distribution de ces produits. » Cette logique n'aurait pas été étrangère aux approches d'Eurazeo dans le dossier Aviva, finalement repris par Aéma Groupe.

L'ENJEU DE LA LIQUIDITÉ

Le caractère illiquide de la classe d'actifs est aussi central dans son développement. Si Bpifrance a choisi de se tourner vers un fonds fermé avec des possibilités restreintes de rachat de parts pour Entreprises 1, ce produit déployé en secondaire affiche une durée de vie de seulement six ans. Trop peu pour monter une stratégie axée sur le LBO, par exemple. Sur des durées plus longues ou des fonds ouverts, des fenêtres de sortie doivent être intégrées. « Dans le cadre de fonds evergreen, s'ils sont distribués en assurance-vie, la liquidité peut être offerte par l'assureur qui peut racheter les parts, souffle Philippe Sourlas. Sinon, le fonds doit inclure un "buffer" en actifs liquides pour assurer les fenêtres de liquidité. Dans tous les cas, il faut qu'il y ait une valorisation très poussée pour traiter équitablement ces rachats de parts. » Mais cette poche de liquidité, de l'ordre de 30 % de la taille du fonds, apporte aussi son lot de problèmes. « Je ne suis pas sûr que vouloir à tout prix faire d'un investisse-

ment en private equity un investissement liquide soit une bonne chose pour développer la classe d'actifs, s'inquiète Jean-Philippe Hecketsweiler. Cela peut conduire à beaucoup de malentendus et à des structures evergreen comprenant des poches de liquidité excessives qui ont deux effets mécaniques : une volatilité accrue, si cette poche est investie en actions cotées, ou une moindre performance, si elle reste en cash ou en produits de taux. » Les particuliers ne peuvent donc pas prétendre aux TRI à deux chiffres convoités par les institutionnels, d'autant que les appels de fonds s'organisent dès l'origine pour la majorité des véhicules.

« Il ne faut pas faire de fausse promesse, en vendant du 11 % net sur 10 ans, confirme Dominique Gaillard. Car la poche de trésorerie nécessaire pour répondre aux exigences de liquidité des clients va forcément atténuer cette performance. Si nous parvenons à restituer 5 à 6 % avec une faible volatilité et qu'on arrive à montrer, en plus, que cet investissement aide les PME, ce sera déjà un succès. » Le private equity ferait tout de même mieux que les fonds immobiliers, affichant pourtant un profil de liquidité comparable. En 2020, les SCPI immobiliers ont affiché un niveau de distribution de 4,18 %, tandis que les OPCV grand public ont apporté un rendement courant de 1,33 %, d'après l'Aspim. Ces deux placements ont pourtant récolté 8 Md l'an dernier auprès des épargnants, soit bien plus que les 2,4 Md alloués au capital-investissement tricolore par les personnes physiques et les family offices, selon France Invest. Le cap est dressé : « On gagnera le pari de l'ouverture aux particuliers si dans cinq ans leur investissement représente 50 % de la collecte des SCPI », conclut Dominique Gaillard. THOMAS LOEILLET ■