



PAGES 2/3

News
Éditorial

PAGES 4/5

Le dossier
Actifs non cotés : l'enjeu de la distribution
retail

PAGES 6/7

Le grand débat
Olivier HÉREIL (BNP Paribas Cardif)
Christophe BAVIÈRE (Idinvest)

PAGE 8

Expertises
Accompagner les spécialistes du non coté
dans leur stratégie de développement

NEWS

ACTUALITÉS

Depuis juin 2017, INDEFI a accompagné les investisseurs suivants dans le cadre de :

Due diligences stratégiques

- Cession du Groupe Climater (Weinberg Capital Partners),
- Prise de participation dans La Financière de l'Echiquier (Primonial / Bridgepoint),
- Acquisition d'EDH (Quilvest Private Equity),
- Acquisition de 5àsec (Bridgepoint Development Capital),
- Cession d'Organic Alliance (Naxicap Partners),
- Acquisition d'Alphyr (Montefiore Investment),
- Acquisition d'Envie de Fraise (Eurazeo PME / Groupe MK Direct).

Due diligences ESG

- Acquisition d'Onduline (Naxicap),
- Cession de Trescal (Ardian),
- Acquisition d'INCA (Omnes Capital),
- Acquisition d'Epsa et Elastotech (Initiative et Finance).

JOURNÉE DES INVESTISSEURS, PARIS 14 NOVEMBRE 2017

Richard Bruyère a animé la table ronde « Financement des infrastructures publiques par la sphère privée au service de l'intérêt général et du bien commun, mythe ou réalité ? » à la Journée Nationale des Investisseurs organisée par Instinvest. Ecoutez le podcast sur : <https://www.journee-desinvestisseurs.com/2017/replay-panels-radio.html>.

GLOBAL INVEST FORUM, PARIS 12 & 13 OCTOBRE 2017

INDEFI a partagé ses vues sur les dynamiques et opportunités du marché de la gestion d'actifs européenne dans le cadre de l'introduction des cinq tables rondes suivantes : panorama du marché de la retraite, nouvelles pratiques ESG, stratégies smart beta, techniques de couverture, et dynamiques de la gestion déléguée.

Agenda / Événements

INVESTISSEURS ET CHANGEMENT CLIMATIQUE, PARIS

14 NOVEMBRE 2017

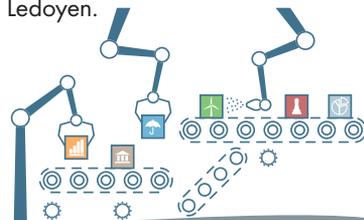
INDEFI, SWEN Capital et ISS-Ethix ont organisé un petit-déjeuner autour d'initiatives d'investisseurs climat innovantes dans la gestion de leurs investissements cotés et non cotés.



BAROMÈTRE INSTITUTIONNELS 2018

16 JANVIER 2018

INDEFI a présenté en exclusivité les résultats de l'étude des placements institutionnels en France, réalisée auprès de plus de 200 investisseurs institutionnels, le 16 janvier 2018 au cours d'un déjeuner au Pavillon Ledoyen.



FUNDFORUM INTERNATIONAL, BERLIN

11 & 13 JUIN 2018

INDEFI animera six tables rondes (le marché de l'assurance en Europe, l'intégration ESG dans les actifs privés, l'institutionnalisation de la distribution de fonds en Europe, le rôle croissant des FSU au sein des banques privées, le marché italien de la distribution de fonds, le marché de solutions de retraite aux Pays-bas) au cours du FundForum qui se déroulera en juin prochain à Berlin et réunira les acteurs de la gestion d'actifs en Europe.

ÉDITORIAL



La diversification des investissements institutionnels vers les actifs non cotés (capital investissement, immobilier, infrastructures, en dette et fonds propres) a été un des mouvements les plus structurants pour l'industrie de la gestion d'actifs en Europe depuis le début de la décennie.

Celui-ci résulte de la conjonction d'événements exceptionnels et de facteurs durables pour les métiers de gestion :

- les conséquences de la crise de 2008 qui s'est traduite par des excès de volatilité sur les actions difficilement acceptables pour les investisseurs ;
- les politiques non conventionnelles des banques centrales ayant asséché les sources usuelles de rendement (taux) ;
- la refonte progressive des circuits de financement en Europe (le « *deleveraging* » bancaire) favorisant l'intervention des institutionnels et gérants d'actifs dans des opérations de financement traditionnellement dévolues aux intermédiaires bancaires¹ ;
- les considérations extra-financières qui trouvent dans la sphère du non coté un terrain d'expression particulièrement propice.

Si l'on prend l'exemple de l'Hexagone, la croissance des investissements institutionnels en non coté tutoie les 100 Md€ depuis fin 2010. Fin 2017, ceux-ci représentent 7% des allocations mais, de manière plus significative, plus d'un quart du « *pool* » de revenus accessibles aux sociétés de gestion opérant dans le marché de la délégation externe.²

La question de savoir si une telle évolution peut également toucher le marché de la distribution (*retail*) se pose naturellement. C'est l'objet de cette nouvelle édition de Regards.

Nous avons été sollicités à plusieurs reprises ces derniers mois sur cet enjeu, en France comme en Europe, nos clients s'interrogeant sur l'équilibre de leur modèle économique, la diversification de leur base de clientèle, la recherche de relais de croissance ou encore la possibilité de tirer avantage de récentes réformes réglementaires.³

Dans le cahier central, nous proposons un rapide état des lieux du marché français de la distribution de produits non cotés qui s'appuie sur les résultats de plusieurs projets de conseil récents. Enfin, deux pionniers de ce marché en France, Christophe Bavière, Directeur général d'Idinvest, et Olivier Héreil, Directeur général délégué et Directeur de la gestion d'actifs de BNP Paribas Cardif, nous font l'amitié d'apporter leur éclairage sur cette évolution.

Bonne lecture,

RICHARD BRUYÈRE ET JULIEN BERGER

Associés fondateurs

1. Le décret n°2016-1587 du 24 novembre 2016 fixe les conditions d'octroi de prêts aux entreprises par les fonds d'investissement.

2. Source : INDEFI, *Baromètre Institutionnels 2018* (décembre 2017).

3. La loi n° 2015-990 du 6 août 2015 pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques a favorisé l'éligibilité des véhicules non cotés aux unités de compte des contrats d'assurance-vie (complétée depuis par le décret n°2017-1105 du 23 juin 2017).

LE DOSSIER

ACTIFS NON COTÉS : L'ENJEU DE LA DISTRIBUTION RETAIL

Les classes d'actifs non cotés revêtent un intérêt grandissant pour les investisseurs français. Leurs caractéristiques (performance, stabilité) sont particulièrement adaptées à l'environnement de marché actuel.

- La baisse des taux d'intérêt depuis le début de la décennie s'est diffusée au niveau des placements réglementés et de l'assurance vie et pèse structurellement sur les rendements.
- La volatilité des marchés actions reste un repoussoir pour beaucoup d'investisseurs particuliers.
- L'ancrage des classes d'actifs non cotés dans « l'économie réelle » contribue à leur meilleure compréhension par l'épargnant.

Traditionnellement réservée aux institutionnels et investisseurs particuliers fortunés, la distribution de véhicules non cotés est appelée à se développer dans la sphère *retail*. Notre dossier fait le point sur les évolutions de ce marché.

Etat des lieux : un marché de ~75 Md€ en gestion collective

La distribution de produits non cotés auprès d'investisseurs *retail* n'est pas un phénomène nouveau. Le marché s'articule autour de (i) différents segments produits et (ii) classes d'actifs sous-jacentes, que nous distinguons ci-après.

1. Trois sous-segments produits co-existent dans le marché français

- Distribution de véhicules collectifs via des canaux s'adressant à des clientèles fortunées (gestions privées) ou, dans une moindre mesure, *mass affluent*.¹ Ce sous-segment concentre aujourd'hui l'essentiel des encours gérés, que ce soit en immobilier ou en capital investissement.
- Produits offrant un avantage fiscal à la souscription (ou étalés dans le temps). On retrouve dans cette catégorie essentiellement les SCPI fiscales et les FIP / FCPI.
- Distribution dans le cadre de contrats d'assurance vie en unités de compte. Dans ce domaine, l'offre a été traditionnellement limitée du fait des contraintes pesant sur les assureurs en matière d'éligibilité des actifs et d'engagements de liquidité. Les initiatives passées² ont rencontré un succès mitigé.

2. On retrouve au sein de la sphère des actifs non cotés distribués aux particuliers trois classes d'actifs :

- l'immobilier « physique » (hors foncières cotées) ;
- le capital investissement (*private equity*), auquel viennent

se greffer les stratégies d'investissement en dette privée (mezzanine, unitranche, plus rarement senior) ;

- les infrastructures (offre limitée à ce jour aux produits fiscaux « énergie renouvelable »).

Ce marché peut être évalué à environ 75 Md€ à l'heure actuelle (en montants d'encours gérés). Il s'inscrit en forte croissance, tiré par la distribution de produits immobiliers, aussi bien en direct (SCPI, +12% par an en moyenne au cours des 6 dernières années) que dans les contrats d'assurance vie (OPCI Grand Public, +115%).

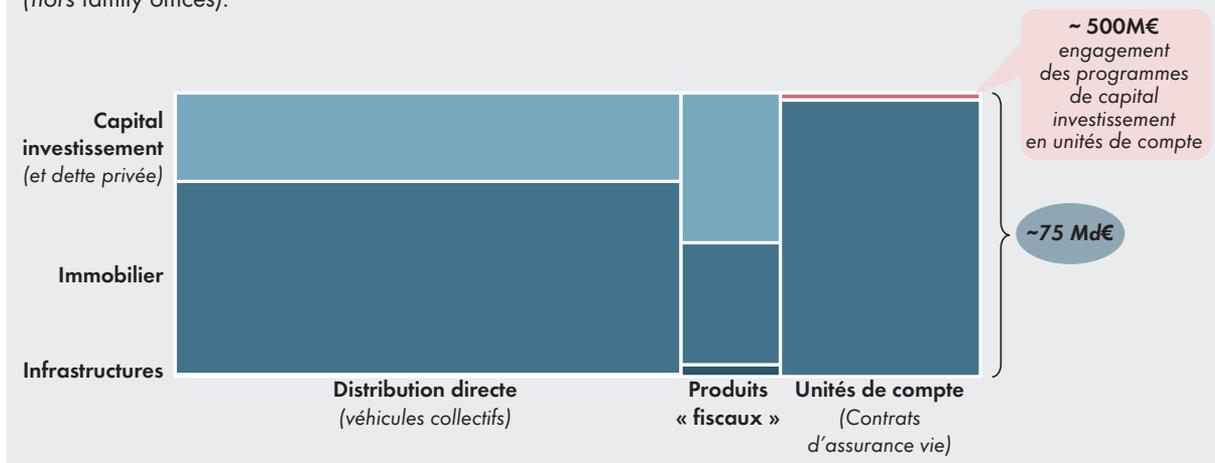
Au-delà de l'immobilier, classe d'actifs « gagnante » en substitution aux produits de type obligataire (y compris le fonds euros), le marché français de la distribution s'ouvre de manière croissante au capital investissement (et dette privée) en assurance vie, à la faveur d'évolutions réglementaires et fiscales.

Les leviers d'accélération de la distribution du capital investissement (et dette privée) en assurance

Au-delà des paramètres macro-économiques susmentionnés, l'investissement dans les entreprises non cotées a bénéficié d'avancées réglementaires visant à autoriser l'intégration et faciliter le traitement de ces classes d'actifs (fonds propres et dettes) au sein des contrats d'assurance vie en unités de compte. Cet avantage est crucial pour le marché français, l'assurance vie demeurant le réceptacle de choix de l'épargne financière des ménages (près de 40% à fin septembre 2017³).

En août 2015⁴, le non coté est devenu éligible dans les unités de compte des contrats d'assurance vie, au titre du

Structure du marché français de la gestion de véhicules collectifs investis en actifs non cotés pour la clientèle de détail (hors family offices).



ratio des 10% (relevé à 33% pour les contrats Vie Génération) du total de la prime investie en unités de compte. Le décret⁵ de juin 2017 relatif au fonctionnement des contrats d'assurance sur la vie comportant des garanties exprimées en unités de compte a modifié les règles d'investissement pour les actifs peu liquides. L'appréciation des plafonds d'exposition à ces actifs s'effectue désormais par rapport à l'encours du contrat et non plus à la prime versée.

Ces avancées se sont traduites par le lancement de nouveaux programmes d'investissement par les principaux assureurs de la Place, réservés dans une première phase aux clientèles fortunées puis ouverts plus largement aux investisseurs *retail* pour les initiatives récentes (démocratisation des offres avec réduction des seuils d'accès). Pour ces assureurs, cette démarche participe de la stratégie de réorientation de l'épargne vers les unités de compte, d'une désensibilisation à l'immobilier dans ce contexte et à la rénovation de l'offre de placements vers des supports au profil rendement-risque potentiellement plus attrayant.

En parallèle, on notera que les récentes évolutions en matière fiscale contribuent à une « normalisation » progressive de l'investissement dans les entreprises non cotées pour les particuliers :

- fin de l'impôt de solidarité sur la fortune et « coup de rabot » concomitant sur les niches fiscales dans ce domaine (« ISF PME ») ;
- tandis que l'introduction de la « flat tax » ne devrait que modérément (voire pas du tout) affaiblir l'attrait de l'enveloppe assurance, notamment pour les investisseurs fortunés qui continueront de privilégier l'intérêt successoral.

Enfin, alors que le marché de la distribution de produits d'investissement dans les infrastructures est inexistant à l'heure actuelle, le règlement FEILT⁶ ouvre la possibilité à

des gestionnaires de FIA de commercialiser leurs fonds à des investisseurs *retail*, sous certaines conditions.

Les opportunités du marché de la distribution pour les sociétés de gestion

Pour les sociétés de gestion actives en *private equity*, ces évolutions ouvrent de nouvelles perspectives. A cet égard, on constate au travers de nos projets de conseil récents, les mouvements stratégiques suivants :

- l'impératif de mutation des modèles orientés traditionnellement vers les produits à dominante fiscale avec, en filigrane, l'enjeu de la convergence vers les exigences institutionnelles ;
- l'émergence de plates-formes multi-expertises non cotées de plus en plus puissantes (modèles dits d'« asset managers »), armées pour réussir dans le marché de la distribution, tout en faisant levier sur une stratégie de ventes croisées ;
- l'opportunité pour des sociétés de gestion « institutionnelles » d'accompagner le mouvement vers la distribution *retail* de leurs clients historiques, diversifier leur portefeuille clients et leur cycle de revenus au travers de la distribution qui peut, pour certaines, offrir un relais de croissance plus accessible et attrayant que l'expansion internationale.

Dans tous les cas de figure, les enseignements stratégiques issus du marché de la gestion d'actifs cotés sont déterminants pour les spécialistes du non coté qui envisagent un développement dans le segment de la distribution *retail*.

1. Banques privées et conseillers en gestion de patrimoine indépendants.
 2. Contrats d'assurance vie dits DSK (1998) et NSK (2005).
 3. Source : Banque de France. Hors catégorie « participations non cotées ».
 4. Loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques Article L131-1 modifié par l'article 137 - 6 août 2015.
 5. Décret n° 2017-1105.
 6. Fonds Européens d'Investissement de Long Terme (ELTIF en anglais).

LE GRAND DÉBAT



OLIVIER HÉREIL
BNP Paribas Cardif



CHRISTOPHE BAVIÈRE
Idinvest

Quel état des lieux faites-vous actuellement en matière de distribution de produits non cotés aux épargnants ?

Olivier Héreil : En assurance vie, jusqu'à ce jour, on a beaucoup mis l'accent sur les supports de contrat (fonds euros ou unités de compte). Nous considérons aujourd'hui qu'il convient d'enrichir la proposition de valeur en appréciant l'ensemble du contrat dans toutes ses composantes. Et notamment d'élargir la palette des produits offerts aux épargnants pour leur permettre une meilleure diversification.

Cela fait longtemps qu'on utilise des supports immobiliers. Aujourd'hui, on assiste d'ailleurs à une véritable démocratisation de la distribution de ces produits au travers, notamment, du développement des OPCI Grand Public.

Les autres actifs non cotés (dette privée et private equity) commencent tout juste à être introduits dans l'offre. BNP Paribas Cardif a lancé sa troisième offre dans ce domaine. Au-delà de l'objectif central énoncé ci-dessus, cette orientation répond également à une conjonction de facteurs :

- démarche croisée avec les réseaux de banque privée, ces actifs étant réservés à ce jour aux épargnants « haut de gamme » ;

- évolutions réglementaires et notamment l'effet déclencheur de l'amendement Macron qui donne plus de souplesse à l'assureur pour gérer le risque de liquidité des sous-jacents ;
- objectif d'alignement concurrentiel avec le Luxembourg, cette domiciliation offrant traditionnellement des facilités pour l'inclusion de produits variés dans les contrats.

Christophe Bavière : Chez Idinvest, la clientèle privée représente 20% des encours que nous gérons, que ce soit au travers de véhicules fiscaux ou non. Ce sont ainsi 80 000 épargnants que nous servons.

Nous avons toujours considéré cette diversité comme une force. On a ainsi vu dans les périodes de crise que les institutionnels pouvaient avoir à gérer de telles contraintes qu'ils se détournent du non coté.

Ce n'est pas le cas de l'épargnant final, qui a toujours été là.

Quelles sont les perspectives d'évolution ?

Olivier Héreil : BNP Paribas Cardif s'inscrit dans une démarche progressive en la matière. Pour nous, les actifs non cotés, par définition moins liquides, restent aujourd'hui soumis à des limites d'engagement. Ce sont clairement, pour l'instant, des produits de campagne dont la vente est assortie d'une recommandation d'allocation maximale au sein d'un contrat. Ces nouveaux supports servent à diversifier les supports des contrats et surtout pas à les concentrer.

Bien évidemment, notre approche du sujet évolue, ne serait-ce qu'au travers du dialogue que nous entretenons avec les sociétés de gestion. On a aujourd'hui des réponses un peu meilleures que par le passé en termes de structuration de produits et de partage des risques. On regarde notamment l'aménagement des produits pour mieux gérer le risque de liquidité avec, par exemple, des fonds multi-stratégies qui introduisent une dose de titres cotés.

Christophe Bavière : Nous croyons fondamentalement à l'adéquation entre nos expertises et les besoins de l'épargnant français. A ce titre, la « gestion privée » est évidemment un segment de marché qui va croître.

L'investissement non coté c'est du bon sens, des revenus et un amortisseur de la volatilité artificielle des produits de marché (OPCVM) que les épargnants ne comprennent pas. Ce triptyque est au cœur de notre proposition de valeur.

Quels sont les critères de sélection des prestataires de gestion ?

Christophe Bavière : Les ingrédients pour réussir le déploiement d'actifs privés en distribution sont multiples : la simplicité des produits, la qualité des reportings, qui doivent être adaptés à l'épargnant final, ou encore les capacités d'interfaçage aux niveaux du middle office des distributeurs et de la chaîne titres.

L'accompagnement de nos partenaires sur le terrain est essentiel, notamment au travers de l'animation de conférences avec les épargnants. Notre enjeu reste quand même d'amener ces derniers vers l'atypique. A cet égard, nous avons la conviction que les épargnants sont aujourd'hui à l'écoute d'aventures entrepreneuriales françaises. Disons que le sous-jacent « ne nous trahit pas. »

On note également que la marque est devenue un levier de différenciation au fil du temps. On voit ainsi de moins en moins de produits en marque blanche dans les réseaux. Enfin, la performance reste la clé de la relation de confiance avec nos clients distributeurs.

Quel est le rôle pour l'ESG ?

Christophe Bavière : Nous sommes signataires des UN PRI depuis 2011. Tous nos fonds suivent un processus ESG. Ce n'est pas une considération artificielle.

Plus fondamentalement, nous considérons que l'investissement dans le non coté contribue à redonner du sens à l'épargne et, à ce titre, nous nous estimons naturellement « aux normes » ESG. En tant qu'investisseurs, nous disposons de vrais leviers d'action sur l'entrepreneuriat.

La demande des clients à une exposition au non coté est de plus en plus forte, que celle-ci émane de gestions privées ou de réseaux CGPI. Ces classes d'actifs sont devenues un pilier de la diversification des portefeuilles. Elles représentent également une solution pour les distributeurs et assureurs qui ont fait le plein sur l'immobilier.

Notons que cette évolution n'est pas propre à l'Hexagone. D'autres réseaux en Europe souhaitent se développer dans le non coté.

Olivier Hérel : Même si, naturellement, on privilégie l'alignement avec l'actif général et les relations avec des sociétés de gestion que nous connaissons déjà, nous sommes ouverts à des partenaires prêts à nous proposer des solutions innovantes.

Ce qui est important pour nous, c'est la capacité de mobilisation du partenaire de gestion, notamment en termes d'accompagnement du réseau (formation des conseillers), d'animation commerciale ou encore la qualité de réponse du juridique. Notre proximité avec la société de gestion constitue de facto un avantage indéniable.

Concernant les frais, on juge la capacité de la société de gestion à rester dans les pratiques de marché, on échange aussi sur la structure de rémunération mais nous ne sommes pas là pour changer le modèle.

Beaucoup de prestataires nous sollicitent, mais un développement réussi dans ce marché relève d'un véritable engagement. C'est un investissement commun à mener dans la durée.

Olivier Hérel : Nous faisons le constat que les UC ISR se déploient progressivement. Notre Groupe a ainsi enregistré quelques beaux succès sur des fonds de BNPP AM la société de gestion du Groupe, notamment dans le domaine des gestions thématiques.

Dans le non coté, nous intégrons de plus en plus la dimension extra-financière dans nos demandes aux sociétés de gestion. Pour nous, l'ESG va devenir un élément discriminant.

EXPERTISES

Dans le cadre de ses activités de conseil auprès des sociétés de gestion, INDEFI est idéalement positionnée pour accompagner les spécialistes du non coté dans leur stratégie de développement sur le marché de la distribution *retail*. Nos équipes allient une expertise reconnue du métier et des produits non cotés à une connaissance fine des marchés européens de la distribution de fonds.

Notre offre de services pour les spécialistes du non coté (*private equity*, dette, immobilier et infrastructures) couvre les domaines suivants :

Définition d'une stratégie de développement de distribution retail en non coté

- Analyse de l'opportunité de marché pour des offres non cotés
- Ciblage et identification des axes de développement (clients x produits x marchés) prioritaires
- Identification des facteurs clés de succès

Analyse des marchés de la distribution (France et international)

- Analyse de la structure du marché et des dynamiques des différents canaux de distribution (*retail*, banque privée, assurance vie, CGPI, digital, etc...)
- Evaluation des attentes des distributeurs en termes d'offres de produits non cotés
- Cartographie de l'environnement concurrentiel

Accompagnement du lancement d'une offre non cotée

- Positionnement de l'offre et analyse des facteurs de différenciation
- Evaluation de son adéquation avec les attentes clients
- Recommandations d'adaptation de l'offre
- Contribution à la documentation marketing
- Plan d'actions commerciales (segmentation et ciblage des opportunités)

Vos contacts chez INDEFI



RICHARD BRUYÈRE
Managing Partner
+33 (0)1 56 88 34 73
richard.bruyere@indefi.eu



RABIH FRANGIEH
Senior Consultant
+33 (0)1 56 88 34 70
rabih.frangieh@indefi.eu

Directrice de la publication : Agnès Lossi

Comité de rédaction : Julien Berger, Richard Bruyère, Agnès Lossi, Christian Oyarbide, Emmanuel Parmentier

18, rue Royale - 75008 Paris - www.indefi.eu

