



**HAL**  
open science

# L'ouverture de l'assurance-vie au capital investissement Quels enjeux pour chaque partie ?

Maxime Bricout

► **To cite this version:**

Maxime Bricout. L'ouverture de l'assurance-vie au capital investissement Quels enjeux pour chaque partie?. Gestion et management. 2020. dumas-02997268

**HAL Id: dumas-02997268**

**<https://dumas.ccsd.cnrs.fr/dumas-02997268>**

Submitted on 19 Mar 2021

**HAL** is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.



Distributed under a Creative Commons Attribution - NonCommercial - NoDerivatives 4.0  
International License

# L'ouverture de l'assurance-vie au capital investissement

Quels enjeux pour chaque partie ?

Présenté par : Maxime BRICOUT

Entreprise d'accueil : Invest PME - UI Gestion,  
9 avenue des Montboucons 25000 Besançon

Date de stage : du 02/03/2020 au 30/09/2020

Tuteur entreprise : Patrick BLASSELLE

Tuteur universitaire : Geoffroy ENJOLRAS



Invest PME



Master 2  
Finance d'Entreprise et Gestion des Risques

2019 - 2020





Avertissement :

Grenoble IAE, au sein de l'Université Grenoble Alpes, n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les mémoires des candidats aux masters : ces opinions doivent être considérées comme propres à leur auteur.

Tenant compte de la confidentialité des informations ayant trait à telle ou telle entreprise, une éventuelle diffusion relève de la seule responsabilité de l'auteur et ne peut être faite sans son accord.

## Résumé

L'assurance-vie est le premier produit d'épargne en termes d'encours en France. Les rendements offerts et les mécanismes de garantie du capital proposés en ont fait le produit d'épargne préféré des français. Cependant, plusieurs facteurs ont entraîné la chute progressive des rendements offerts par ce produit phare. En ouvrant l'assurance-vie au capital-investissement, la loi Pacte souhaite orienter l'épargne des français vers le financement de l'économie réelle. Cependant, le capital-investissement et l'assurance-vie présentent différents par leurs modes de gestion et leur fonctionnement : l'illiquidité des fonds de private equity, le calcul de leur valeur liquidative ainsi que le mécanisme d'appel de fonds au fur et à mesure des investissements sont des éléments qui compliquent la gestion actif-passif des assureurs vie. Par ailleurs, le spectre d'une bulle de survalorisation plane sur le monde du capital-investissement, en particulier sur les opérations de transmission d'entreprises de taille intermédiaire et de *venture capital*, illustré par l'atteinte de nouveaux records de valorisation. Devant la nécessité de se réinventer, plusieurs assureurs-vie ont déjà engagé le virage de la diversification vers le capital-investissement tout en prenant en compte ces problématiques de compatibilité, à l'instar du fonds d'investissement NextStage Croissance et son mécanisme de fonds de private equity coté en bourse. Au final, c'est sur la communication auprès des épargnants que doit être donné un effort supplémentaire, qui s'inscrit dans un contexte de volonté d'investissement responsable et de proximité, et démystifiera le monde du capital-investissement aux yeux du grand public.

**Mots-clés :** assurance-vie, private equity, capital-investissement, startups, croissance, innovation, épargne

# Sommaire

Glossaire : .....	9
Avant-propos .....	10
Introduction.....	11
Chapitre I - L'assurance-vie et ses enjeux actuels.....	13
A. Présentation de l'assurance-vie : définition, fonctionnement et chiffres .....	14
1. L'assurance-vie, qu'est-ce que c'est ?.....	14
2. Fonctionnement de l'assurance-vie.....	15
3. Gestion des placements.....	16
4. Règles et obligations des parties d'un contrat d'assurance-vie .....	18
5. La réglementation financière applicable aux sociétés d'assurance-vie .....	20
6. Imposition des produits d'assurance-vie .....	23
7. L'assurance-vie, un produit d'épargne plébiscité par les épargnants français .....	24
8. Conclusion.....	26
B. Les causes de la baisse du rendement des assurances-vie.....	27
1. Causes et impact global des taux bas .....	27
2. Réactions des assureurs face aux taux bas.....	30
C. Conclusion : .....	33
Chapitre II - Le capital investissement, un financeur de l'économie en plein essor.....	34
A. Présentation du capital investissement .....	35
1. Le capital-investissement en France.....	35
2. Les chiffres du capital-investissement.....	35
3. Performances et tendances actuelles du capital-investissement .....	36
B. Les acteurs du capital-investissement .....	38
1. Principes de fonctionnement et processus d'investissement .....	39
2. Les instruments du capital-investissement .....	40
3. Focus : la distribution des investissements par type de souscripteurs et par fonds	41
C. Décryptage des tendances au sein des différents types de capital-investissement ....	43
1. Le capital transmission ( <i>buyout</i> ) .....	43
2. Le capital développement ou croissance ( <i>growth</i> ).....	44
3. Le <i>venture capital</i> .....	45

D.	La réglementation des activités de capital-investissement .....	46
1.	Norme AMF 2012-19 relative aux fonds propres .....	46
2.	Norme IPEV relative à la valorisation des participations des fonds des sociétés de gestion .....	47
3.	Norme MIF 2 relative à la communication d'informations au client.....	49
E.	Conclusion : .....	50
Chapitre III - Risques et opportunités : quels intérêts et quels risques pour chaque acteur ?		51
A.	La loi Pacte, une nouvelle tentative des pouvoirs publics pour flécher le financement de l'économie réelle.....	52
B.	L'illiquidité des fonds, un casse-tête pour l'Asset & Liabilities Management des assureurs-vie .....	55
C.	Une manne financière non sans risques pour le Private Equity .....	58
D.	La réglementation, facilitatrice du rapprochement entre les deux acteurs .....	61
E.	Conclusion .....	62
Chapitre IV - Etude de cas : le fonds de capital-investissement NextStage Croissance, dédié aux contrats d'assurance-vie.....		63
A.	Contexte .....	64
B.	Stratégie d'investissement .....	65
C.	Actionnariat.....	65
D.	Fonctionnement et particularités.....	66
E.	Performances .....	67
F.	Conclusion .....	67
Conclusion .....		68
Bibliographie .....		70
Annexes .....		75

## GLOSSAIRE :

**Asset & Liabilities Management** : La gestion actif-passif est le principe qui veut que le financement d'un actif se fasse au moyen d'un passif de même durée d'engagement.

**Entreprise non-coté** : Toute entreprise dont les titres ne sont pas admis à la négociation sur un marché réglementé.

**Fonds de pension** : Fonds rassemblant principalement l'épargne retraite de personnes en emploi dans le but de faire fructifier le capital des épargnants de leur verser une pension.

**Fonds souverains** : Fonds à l'initiative d'états ou d'acteurs gouvernementaux ayant pour but de servir les intérêts d'un état.

**Fonds d'investissement** : Véhicule d'investissement géré par une société de gestion dans le cadre de ses activités.

**Hedge funds** : Fonds d'investissement alternatifs caractérisés par leur objectif de performance absolue.

**Investisseurs institutionnels** : Organismes collecteurs d'épargne réglementé.

**Private Equity** : Anglicisme utilisé pour décrire l'investissement non-coté.

**Souscripteurs** : Client d'une société de gestion plaçant de l'argent dans des fonds d'investissement.

**Startup** : Entreprise innovante nouvellement créée ayant un potentiel de forte croissance.

**Valeur liquidative** : Valeur de l'actif net d'un fonds d'investissement divisée par son nombre de parts.



## AVANT-PROPOS

Réaliser ce stage au sein de la société de capital-investissement régionale Invest PME m'a permis de découvrir le monde de la gestion des investissements dans le non-coté. Fort de la richesse et de la diversité de entités présentes en Bourgogne - Franche-Comté, sa dimension régionale m'a permis de découvrir à la fois les avantages de la proximité, et dans le même temps, la complexité des opérations menées auprès des startups, TPE et PME de la région.

C'est dans ce contexte que j'ai choisi d'interroger l'opportunité de l'ouverture de l'assurance-vie au capital-investissement. Premier produit d'épargne en France par le montant de ses encours, l'assurance-vie est aujourd'hui confrontée à un environnement économique et financier défavorable. Le capital-investissement est-il le moyen de réinventer l'assurance-vie ? Est-il seulement un outil de diversification de l'épargne parmi tant d'autres ?

Sans prétendre aborder la totalité des aspects propres à chacun susceptibles d'être impactés par ce rapprochement, j'ai fait le choix d'aborder le fonctionnement et les tendances de chaque acteur afin d'envisager le développement de ce rapprochement d'un point de vue à la fois technique et stratégique.

## INTRODUCTION

L'assurance-vie est le premier produit d'épargne en termes d'encours en France. Les rendements offerts et les mécanismes de garantie du capital proposés en ont fait le produit d'épargne préféré des français. Cependant, plusieurs facteurs ont entraîné la chute progressive des rendements offerts par ce produit d'épargne phare. La nécessité d'orienter cette manne financière sans précédent vers de nouveaux horizons s'est fait sentir. Mais vers lesquels ? Pour la classe politique, c'est vers le financement de l'économie réelle que doit se tourner cette ressource. Ainsi, lorsque la loi Pacte du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises françaises entre en vigueur, le gouvernement d'Edouard Philippe affiche comme objectif de « faire grandir » et de « repenser la place » des entreprises dans la société. Destinée à soutenir les TPE et PME qui constituent la majeure partie du tissu économique français, cette loi comporte de nombreuses mesures, allant de la privatisation de la Française des Jeux à la simplification de la création d'entreprises, en passant par l'encouragement de l'actionnariat salarié ou l'allègement des obligations comptable. Parmi ces mesures, elle ouvre la possibilité à l'investissement d'une partie des contrats d'assurance-vie en unité de compte aux fonds de capital-investissement, ces acteurs croissants du financement de l'économie encore peu connus du grand public. Permettant d'investir dans les entreprises non cotées sur des marchés financiers, le capital-investissement est progressivement devenu un financeur de premier rang de l'économie dite « réelle », c'est-à-dire des petites et moyennes entreprises.

S'il peut s'agir en apparence d'une mesure positive pour les deux acteurs que sont le capital-investissement et l'assurance-vie, leurs modes de fonctionnement, leurs styles de gestion et leurs contraintes réglementaires, mais également les contextes respectifs dans lesquels ils se situent, sont des éléments qu'il est nécessaire d'étudier attentivement avant de pouvoir se prononcer sur les tenants et les aboutissants de l'entrée en relation de ces deux acteurs du monde financier.

Nous sommes dès lors en mesure de nous interroger de la manière suivante :

L'attrait des assurances-vie pour le capital investissement : quelles opportunités et quels risques pour chaque partie ? Ces acteurs sont-ils faits pour travailler ensemble ? Que peuvent-ils s'apporter ? Quels impacts au niveau de leur gestion ? Au niveau de leur réglementation ?

Nous présenterons dans un premier temps l'assurance-vie, en la situant dans le paysage économique français mais également européen et mondial, ainsi que ses tendances et les grands principes de son cadre réglementaire. Nous détaillerons l'impact de l'évolution du contexte économique depuis la fin du 20<sup>ème</sup> siècle sur les produits d'assurance-vie, permettant d'expliquer la situation actuelle que rencontre ce produit d'épargne.

Dans un second temps, nous présenterons le capital-investissement, ses caractéristiques et son domaine d'intervention, ainsi que les principes de réglementation qui encadrent son fonctionnement. Nous détaillerons ensuite le paysage du capital-investissement à différentes échelles afin de cerner le positionnement clé pris par cet acteur dans le financement des économies développées. Nous étudierons notamment l'impact du niveau de « poudre sèche » des fonds sur les pratiques de leurs gestionnaires.

Dans une troisième partie, nous aborderons successivement l'ensemble des points théoriques de convergence et de divergence que rencontreraient les sociétés de capital-investissement et les sociétés d'assurance-vie en réalisant des opérations conjointement, sur le plan de la gestion, sur le plan réglementaire, sur le plan technique ainsi que l'impact que pourrait avoir cette collaboration sur leurs environnements respectifs.

Dans une quatrième partie, nous réaliserons une étude de cas sur le fonds de capital-investissement NextStage Croissance, et comment le mécanisme de cotation sur lequel il repose permet de couvrir certains risques pour les assureurs-vie, avec les conséquences que cela peut avoir sur sa société de gestion NextStage AM.

## Chapitre I - L'assurance-vie et ses enjeux actuels

## A. Présentation de l'assurance-vie : définition, fonctionnement et chiffres

Dans un premier temps, nous allons définir l'assurance-vie et son fonctionnement, afin de comprendre comment ce produit d'épargne est utilisé en France, par quels agents économiques, et de saisir le contexte économique dans lequel il se trouve en 2020.

### 1. L'assurance-vie, qu'est-ce que c'est ?

Selon la définition proposée par le site du gouvernement français<sup>1</sup>, « l'assurance-vie est un contrat par lequel l'assureur s'engage, en contrepartie de la perception de primes, à verser une rente ou un capital à une ou plusieurs personnes déterminées »<sup>2</sup>. C'est un produit d'épargne à moyen ou long terme destiné aux particuliers. Plusieurs types de contrats existent, et sont principalement différenciés par l'évènement déclencheur de leur versement : « contrat en cas de vie, en cas de décès, ou contrat vie et décès ».

Dans le contrat vie, l'assureur verse un capital ou une rente au souscripteur du contrat ou à un ou des bénéficiaires préalablement désignés. Si le souscripteur du contrat décède avant la date d'échéance du contrat, ce sont le ou les bénéficiaires qui perçoivent le capital ou la rente. La durée du contrat est déterminée de manière libre.

Dans le cas d'un contrat décès, « l'assureur s'engage à verser un capital ou une rente aux bénéficiaires désignés si [le souscripteur] décède avant une certaine date ». Le mécanisme de déclenchement est laissé à la discrétion du souscripteur, et l'assureur a l'obligation d'honorer le contrat. Il existe également le format de contrat vie et décès, qui combine les deux formats précédents, à savoir le versement au souscripteur s'il est encore en vie à la fin du contrat, ou le versement à ses bénéficiaires s'il décède avant la fin du contrat<sup>3</sup>.

Du point de vue des investissements, soit les produits dans lesquels sont placés les fonds apportés par les souscripteurs de contrat d'assurance-vie, on distingue quatre catégories de contrats :

- Les contrats en euros (ou fonds en euros), où les fonds placés sont garantis par le taux minimum garanti prévu dans le contrat, et sont augmentés des intérêts perçus.

---

<sup>1</sup> *Contrat d'assurance-vie : souscription*, publié et vérifié le 29 novembre 2019 sur [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr)

<sup>2</sup> Rubrique *De quoi s'agit-il ?*, *Contrat d'assurance-vie : souscription*, publié et vérifié le 29 novembre 2019 sur [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr)

<sup>3</sup> Rubrique *De quoi s'agit-il ?*, *Contrat d'assurance-vie : souscription*, publié et vérifié le 29 novembre 2019 sur [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr)

- Les contrats en unités de compte, où les fonds sont investis sur des supports financiers : actions, obligations, parts d'Organismes de Placements Collectifs en Valeurs Mobilières (OPCVM), parts de Fonds d'Investissements Alternatifs (FIA) ouverts aux investisseurs professionnels, etc. Ils n'offrent pas de garanties sur le capital investi, mais donnent la possibilité d'une rentabilité plus élevée. Le contrat vie-génération est un contrat en unité de compte, dont au moins un tiers du capital est investi dans des secteurs qualifiés d'utiles au développement de l'économie.
- Les contrats multi-supports combinent « placements libellés en euros et placement libellés en unités de compte »<sup>4</sup>.
- Les contrats euro-croissance combinent fonds en euro-croissance, fonds en euros et unités de comptes. Il est nécessaire d'investir les fonds pendant 8 ans minimum pour bénéficier de la garantie du capital. Le capital est exprimé en euros ou en parts de provisions de diversification, c'est-à-dire en quote-part de capital investie dans des actifs risqués. Ce type de contrat a été introduit en 2014 par les assureurs vie dans une première tentative d'orienter l'épargne des français vers le financement des entreprises. À fin 2019, le bilan de ces contrats semble être partagé.

## 2. Fonctionnement de l'assurance-vie

Le souscripteur d'une assurance-vie verse des primes à l'assureur selon ce qui est déterminé dans le contrat, primes qui sont investies dans un ou plusieurs types d'actifs au moyen de différents supports, selon les attentes et le profil du souscripteur.

En ce qui concerne le paiement des primes, on distingue trois manières de les verser : par primes périodiques fixes, par primes à versements libres avec un montant minimal, ou par prime unique, versée lors de la souscription du contrat<sup>5</sup>.

L'assureur peut facturer des frais au moment de la souscription ou tout au long de la durée du contrat, et sont soustraits aux montants investis. On distingue les frais de dossiers, fixes et payés uniquement lors de la souscription ; les frais d'entrée, prélevés de manière forfaitaire

---

<sup>4</sup> Rubrique Taux de rémunération, *Contrat d'assurance-vie : fonctionnement*, [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr), consulté le 27/04/2020

<sup>5</sup> Section *Paiement des primes*, *Contrat d'assurance-vie : fonctionnement*, [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr), consulté le 27/04/2020

ou proportionnelle, à chaque versement ; les frais de gestion, prélevés tout au long de la durée du contrat ; les frais d'arbitrage, prélevés lors du transfert d'une unité de compte à une autre.

### 3. Gestion des placements

Les contrats libellés en unités de compte offrent la possibilité d'être gérés librement par leurs souscripteurs, gérés sous mandat ou « en fonction de l'horizon de placement de l'assuré »<sup>6</sup>.

Dans un mode de gestion libre, le souscripteur choisit la répartition de son épargne entre les supports en euros et/ou en unités de compte disponibles. Ce mode de gestion est réservé aux épargnants ayant une connaissance suffisante des marchés financiers, et une capacité à réagir face à leurs fluctuations.

Dans la gestion sous mandat, c'est l'assureur qui gère les fonds apportés par le souscripteur. Il lui attribue un profil de risque, en fonction de ses attentes de rentabilité mais également en fonction de son aversion aux risques. Le site Ooreka recense 3 types de profils généralement admis par les assureurs-vie :

- « *Prudent* », pour les personnes souhaitant avant tout minimiser le risque. Les fonds sont avant tout placés sur des produits peu risqués, tels que des produits obligataires et monétaires.

- « *Dynamique* », pour les profils peu avertis aux risques qui recherchent du rendement. Les fonds sont placés principalement sur des actions.

- « *Équilibré* », situé à mi-chemin entre les profils Prudents et Dynamiques. Les fonds, pour ce type de profil, sont répartis entre des placements obligataires et monétaires, et des placements en actions.

En ce qui concerne les organismes gestionnaires, on retrouve principalement des assureurs et des bancassureurs, mais également des courtiers, des gestionnaires de patrimoine et des banques privées. Ces organismes, chargés de collecter l'argent placé par les souscripteurs, vont ensuite les placer dans des fonds en euros, ou dans des fonds multisupports, selon le type de contrat des souscripteurs. Pour ces organismes gestionnaires, la collecte des fonds et leur placement correspond à de la gestion haut de bilan.

---

<sup>6</sup> Rubrique *Gestion des unités de compte*, assurance-vie.ooreka.fr, consulté le 27/04/2020

En ce qui concerne les actifs dans lesquels est investi l'argent collecté, ils sont différents pour chaque fonds, où les gérants décident de la structure d'actifs du fonds et réalisent la sélection des actifs. Afin d'illustrer ces différences, nous pouvons observer la structure de l'actif des 3 meilleurs fonds en euros en 2019<sup>7</sup> (meilleurs selon leurs rendements nets de frais).

Les trois fonds en euros les plus performants en 2019 selon le site comparatif de placements en assurance-vie meilleursplacements.com sont Suravenir Opportunités, avec un rendement de 2,40%, Euro Allocation Long Terme<sup>2</sup> avec un rendement de 2,40%, et Sécurité Pierre Euros, avec un rendement de 2,80%<sup>8</sup>. Suravenir Opportunités avait un encours de 1,6 milliards d'euros au 30 septembre 2019. La répartition de son encours (cf. annexe 7) était 66,2% investis dans des obligations, 21,7% dans l'immobilier, 11,9% en actions et 0,2% en capital-investissement. Le fonds Euro Allocation Long Terme<sup>2</sup> est pour sa part plus largement investi en immobilier, qui représente 66% de ses actifs, suivi des obligations (13%), du Private Equity et des infrastructures (8%), ainsi que des actions et OPCVM (8%), des liquidités (4%) et d'autres classes d'actifs (1%)<sup>9</sup>. Enfin le fonds Sécurité Pierre Euro, qui gère 2 milliards d'encours, est investi dans l'immobilier à hauteur de 79,2%, dans des obligations à hauteur de 12,1%, et dans des actions pour 8,7%<sup>10</sup>.

Les fonds investis en unités de compte présentent donc une certaine diversité dans leur actif, avec différentes orientations possibles. Nous noterons qu'une part non négligeable de l'actif de certains fonds est investi en fonds de private equity, tels que le fonds Euro Allocation Long Terme 2, qui est investi dans un fonds d'investissement en infrastructures, une nouvelle classe d'actifs ciblée depuis peu par les fonds de capital-investissement.

Au-delà des produits « classiques » du marché, tels que les actions, les obligations, l'immobilier ou les titres de créances négociables, les contrats d'assurance-vie investis en unités de compte permettent d'accéder à un grand nombre de produits dérivés, tels que les Exchange Traded Funds (ETF) qui permettent de répliquer des indices, ou encore dans les produits structurés. Nous pouvons prendre l'exemple du fonds Moneta Multi Caps, qui concentre 1,9 milliards d'euros d'encours, et présentait une performance de 25 % en 2019. Ce

---

<sup>7</sup> Meilleurs en termes de rendement net de frais, mais brut de prélèvements

<sup>8</sup> *Fonds en euros*, placement.meilleurtaux.com, consulté le 21/05/2020

<sup>9</sup> *Euro Allocation Long Terme 2*, [www.bienprevoir.fr](http://www.bienprevoir.fr) consulté le 21/05/2020

<sup>10</sup> Sécurité Pierre Euro, Rapport de gestion au 31 décembre 2018



Fonds Commun de Placement (FCP) est investi jusqu'à 75% en actions françaises et européennes, jusqu'à 25% en instruments monétaires et jusqu'à 10% en parts d'OPCVM. Un autre exemple est celui du fonds H2O Multibonds, investi en obligations, ayant réalisé une performance de 32,91% en 2019<sup>11</sup>. Il est composé de 85,61% d'obligations et de 17,48% de liquidités.

Nous constatons ainsi que la performance des fonds souscrits par les contrats en unités de compte n'a rien à envier à celle des fonds en euro. Malgré le fait que ces derniers soient répartis entre différentes classes d'actifs pouvant offrir un certain rendement, l'écart de performance entre les différents fonds dans lesquels sont investis les contrats en euros reste faible. A l'inverse, les performances présentées par les fonds en unités de compte sont extrêmement variables, avec des performances parfois fortement négatives. De plus, en observant les rentabilités annuelles successives de différents fonds support pour les contrats en unités de compte, nous constatons une forte variabilité des résultats. Par exemple, le fonds Moneta Multi Caps a présenté une performance de -15,6% en 2018 et en 2011, ce qui démontre une forte variabilité des performances, et donc un risque élevé de perte en capital pour les souscripteurs.

#### 4. Règles et obligations des parties d'un contrat d'assurance-vie

Le droit des contrats impose à tout souscripteur d'un contrat d'assurance-vie de remplir plusieurs conditions, à savoir le fait de détenir la capacité juridique de souscrire à un contrat, de respecter les limites d'âge imposées par l'assureur, s'engager à payer les primes prévues par le contrat, et remplir le questionnaire médical requis par l'assureur. Il est par ailleurs nécessaire d'être domicilié fiscalement en France pour y souscrire un contrat d'assurance-vie.

L'assureur doit, préalablement à la conclusion du contrat, respecter les obligations d'information et de conseil auprès de chaque client afin de lui proposer un contrat adapté à sa situation familiale et financière, mais également adapté à son degré d'aversion au risque. L'assureur doit également remettre une proposition de contrat au client, comprenant les obligations respectives de chaque partie, les différents frais et les personnes désignées en tant que bénéficiaires, ainsi que les modalités de versement et les possibilités de rachat ou de

---

<sup>11</sup> H2O MULTIBONDS R (C), funds360.euronext.com consulté le 21/05/2020

transfert du contrat<sup>12</sup>. Il doit également préciser le montant des rétrocessions qu'il s'octroie directement ou indirectement dans le cadre de la gestion des actifs contenus dans le portefeuille. Enfin, il doit remettre au client une note d'information récapitulant les principales caractéristiques du contrat. Une fois le contrat conclu, l'assureur doit fournir plusieurs informations au client, notamment le montant du rendement garanti, le montant de la participation aux bénéfices techniques et financiers du contrat, le rendement moyen garanti, et le taux moyen de participation aux bénéfices des contrats de même nature.

Par ailleurs, l'assureur a l'obligation de publier chaque année le rendement garanti moyen de chacun de ses contrats d'assurance-vie, c'est-à-dire le taux auquel il va rémunérer chaque type de contrat, ainsi que le taux de la participation aux bénéfices attribué à chaque contrat, mais il a également l'obligation de publier chaque trimestre le montant de la valeur de rachat de chaque contrat, la part des actifs investis dans des fonds solidaires, socialement responsables ou finançant la transition écologique, ainsi que l'évolution de la valeur de rachat des engagements.

---

<sup>12</sup> Rubrique *Obligations de l'assureur, Contrat d'assurance-vie : souscription*, publié et vérifié le 29 novembre 2019 sur [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr)

## 5. La réglementation financière applicable aux sociétés d'assurance-vie

En France, les opérations d'assurance sont régies par trois codes : le Code des Assurances, le Code de la Mutualité et le Code de la Sécurité Sociale. Ils fixent le cadre de fonctionnement des différentes sociétés réalisant des opérations d'assurance. Ces dernières sont surveillées par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR), qui délivre des agréments aux organismes pour chaque branche d'activité. Ces organismes doivent notamment remplir plusieurs conditions, telles que l'honorabilité, la compétence et l'expérience nécessaire pour assurer leur bon fonctionnement, ou le respect des règles prudentielles concernant la répartition du capital. L'Autorité des Marchés Financiers n'intervient pour sa part que de manière indirecte, lorsqu'elle agrée les Organismes de Placement Collectif (OPC) qui servent de supports à certains contrats d'assurance-vie.

Les sociétés d'assurance sont tenues de respecter les normes dites de Solvabilité 2, le régime prudentiel qui leur est imposé avec pour objectif la mise en adéquation de leur niveau de fonds propres avec les risques auxquelles elles sont exposées. Elles doivent respecter un niveau de capital minimal appelé marge de solvabilité. Il est destiné à « garantir les engagements vis-à-vis des assurés et à leur permettre de faire face aux aléas inhérents à l'activité d'assurance »<sup>13</sup>. Adoptée en 2009 et entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2016, Solvabilité 2 s'aligne sur la réglementation bancaire de Bâle 2, et apporte une nouvelle dimension aux sociétés d'assurances, en ayant pour objectifs de renforcer l'intégration du marché européen de l'assurance, d'améliorer la protection des assurés et la compétitivité des assureurs tout en maîtrisant leur coût du capital, et de promouvoir une meilleure réglementation.

Les règles prudentielles de Solvabilité 2 sont réparties selon 3 piliers :

### *Pilier 1 : Exigences quantitatives*

Le premier pilier concerne les exigences quantitatives, c'est-à-dire les règles de valorisation des actifs et passifs, ainsi que les exigences de capital et leur mode de calcul, qui peut être fait selon la méthode standard ou selon un modèle interne. Ce premier pilier comprend notamment le Capital de Solvabilité Requis (CSR, ou *Solvency Capital Required, SCR*) et le minimum de capital requis (MCR, ou *Minimum Capital Requirement*).

---

<sup>13</sup> Paragraphe 1, *Solvabilité 2 enfin expliquée clairement*, publié sur [www.argusdelassurance.com](http://www.argusdelassurance.com) le 15/06/2012

Le CSR correspond au montant de fonds propres nécessaires à une société d'assurance pour limiter sa probabilité de ruine à 0,5% par an, soit une fois tous les 200 ans<sup>14</sup>. Par défaut, la méthode de la Value At Risk doit être utilisée pour calculer ce montant, en intégrant toutes les pertes potentielles sur les 12 mois à venir, « y compris celles qui découleraient d'une réévaluation défavorable des actifs et passifs ». Le CSR doit être calculé au moins une fois par an, contrôlé en continu et être recalculé dès que « le profil de risque de l'entreprise varie sensiblement ». En ce qui concerne la solvabilité des assureurs-vie, « la marge de solvabilité doit représenter 4% des provisions mathématiques et 1% des provisions mathématiques pour les contrats en unités de compte »<sup>15</sup>.

La règle du capital minimal requis correspond au niveau de fonds propres « en dessous duquel les intérêts des preneurs se verraient sérieusement menacés si l'entreprise était autorisée à poursuivre son activité. Il doit être calculé de manière simple, correspondre à un niveau de fonds propres en dessous duquel « les preneurs et bénéficiaires seraient exposés à un niveau de risque inacceptable »<sup>16</sup>, et doit avoir un seuil plancher absolu.

L'European Insurance and Occupational Pensions Authority (EIOPA), l'autorité européenne des assurances et des pensions professionnelles, fournit des informations techniques nécessaires à la valorisation du bilan sous Solvabilité 2 et au calcul du SCR, telles que « l'ajustement symétrique pour le sous-module « Actions » du risque de marché », « les courbes de taux sans risques de base par monnaie », les corrections de volatilité ajustées par devise et par pays, ainsi que « les marges fondamentales par monnaie pour le calcul de l'ajustement égalisateur »<sup>17</sup>. Ce premier pilier de Solvabilité 2 comprend également l'ensemble du processus de pré-candidature et de candidature nécessaire à l'adoption d'un modèle interne d'évaluation par les sociétés d'assurance.

---

<sup>14</sup> *Le principe du CSR, Solvabilité 2 enfin expliquée clairement*, publié sur [www.argusdelassurance.com](http://www.argusdelassurance.com) le 15/06/2012

<sup>15</sup> *Assurons l'avenir de l'assurance*, [www.senat.fr](http://www.senat.fr), consulté le 09/05/20

<sup>16</sup> *La règle du Minimum de Capital Requis, Solvabilité 2 enfin expliquée clairement*, publié sur [www.argusdelassurance.com](http://www.argusdelassurance.com) le 15/06/2012

<sup>17</sup> *Pilier 1 : Les exigences quantitatives*, publié sur <https://acpr.banque-france.fr> le 19/03/2019

### *Pilier 2 : Exigences qualitatives*

Ce deuxième pilier de la réglementation Solvabilité 2 définit les règles de gouvernance et de gestion des risques dans les sociétés d'assurance, ainsi que « l'évaluation propre des risques de la solvabilité (*Own Risk and Solvency Adressment*) »<sup>18</sup>. Les règles de gouvernance ont pour objectif d'assurer une gestion « saine et prudente de l'activité ». Entre différentes obligations, elles requièrent notamment la présence de deux dirigeants effectifs dans chaque société d'assurance, ainsi que la définition de quatre responsables, pour les fonctions actuarielles, de gestion des risques, d'audit interne et de conformité. L'évaluation interne des risques et de la solvabilité a pour objectif de vérifier que la société ou le groupe est capable d'identifier, mesurer et gérer l'évolution de sa solvabilité et de sa situation financière. L'organisme doit notamment être capable d'évaluer son besoin global de solvabilité, de s'assurer qu'il respecte le niveau de couverture du SCR, du MCR et des provisions techniques, ou encore d'évaluer l'écart entre son profil de risque et les hypothèses incluses dans le CSR.

### *Pilier 3 : Informations à destination du public et du superviseur*

Ce troisième pilier de Solvabilité 2 est porté sur la communication des informations issues des piliers 1 et 2, en termes de données, de forme et de fréquence, ainsi que sur les exigences nationales complémentaires.

La norme Solvabilité 2 définit également les provisions techniques devant être passées par les sociétés d'assurance. Ces provisions, également appelées provisions mathématiques, représentent « la dette probable de l'assureur vis-à-vis de ses assurés »<sup>19</sup>. Ainsi, une fois le contrat d'assurance souscrit, l'assureur a une dette probable vis-à-vis de l'assuré, qui est supérieure à la créance de l'assureur sur la prime que doit lui verser l'assuré. La provision mathématique correspond à cette dette nette de la créance à percevoir.

Les provisions techniques comprennent la provision pour participation au bénéfice (PPB), soit la part des bénéfices non distribuée aux assurés que les assureurs placent en fonds propres, soit pour lisser les rendements de leurs assurances-vie, soit pour améliorer leur solvabilité face à un évènement futur pouvant impacter l'actif de manière négative.

---

<sup>18</sup> *Pilier 2 : Les exigences qualitatives*, publié sur <https://acpr.banque-france.fr> le 19/03/2019

<sup>19</sup> Slide 3, *Calcul des provisions techniques vie*, cours de CEA 1<sup>ère</sup> année, publié sur [www.institutdesactuaires.com](http://www.institutdesactuaires.com) le 12/05/2017

## 6. Imposition des produits d'assurance-vie

De manière générale, les produits d'assurance-vie, qui constituent des revenus de capitaux mobiliers, sont exonérés d'impôt sur le revenu lorsque le contrat se termine à la date prévue. Si le contrat se termine avant la date prévue, l'exonération est fonction de la cause. Ainsi, un licenciement, une mise en retraite anticipée, une invalidité de 2<sup>ème</sup> ou 3<sup>ème</sup> catégorie, ou encore une liquidation judiciaire, entraînant une fin de contrat anticipée, permettent également l'exonération des revenus de l'assurance-vie. Par ailleurs, plusieurs dispositions s'appliquent. Les produits perçus à partir du 1<sup>er</sup> janvier 2020 sont imposés à un taux de 7,5% après un abattement de 4 600€<sup>20</sup>, et sont également soumis aux prélèvements sociaux. Les contrats d'une durée inférieure à 8 ans sont imposés au prélèvement forfaitaire unique (ou *flat tax*, imposition de 12,8% et prélèvements sociaux de 17,2%) pour tout versement réalisé après le 27 septembre 2017<sup>21</sup>. Pour les contrats de plus de 8 ans, ils sont « soumis lors de leur versement à un prélèvement forfaitaire non libératoire de 7,5%, et inscrits sur la déclaration de revenu après application d'un abattement de 4 600€ (9 200€ pour un couple) »<sup>22</sup>. Ces revenus sont ensuite imposés soit au barème progressif de l'impôt sur le revenu, soit à un taux forfaitaire, qui est de 7,5% pour les produits « n'excédant pas 150 000€ » et « 12,8% pour les produits au-delà de 150 000€ ». Les produits d'assurance-vie permettent notamment de transmettre un capital hors du cadre de la succession, et d'ainsi éviter l'imposition qui y est liée.

---

<sup>20</sup> Pour une personne seule, le double pour un couple

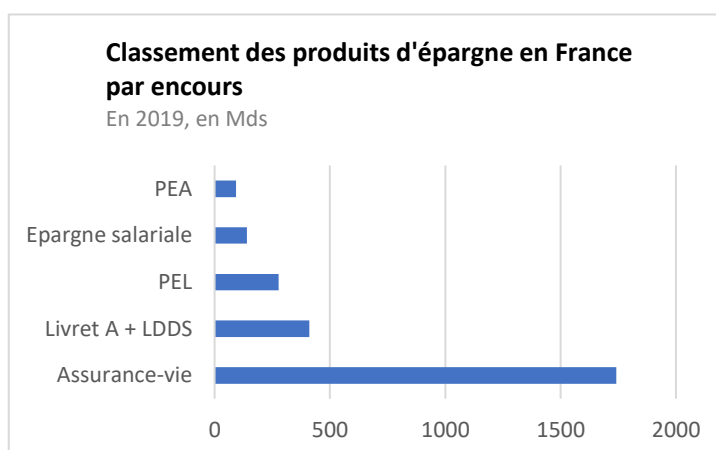
<sup>21</sup> Assurance-vie : quelle fiscalité avant 8 ans ?, [www.heritage-succession.com](http://www.heritage-succession.com), consulté le 17/06/2020

<sup>22</sup> Section Contrat souscrit après le 26 septembre 1997, Comment sont imposés les revenus d'un contrat d'assurance-vie ?, vérifié le 1<sup>er</sup> janvier 2020. [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr)

## 7. L'assurance-vie, un produit d'épargne plébiscité par les épargnants français

L'encours des contrats d'assurance-vie s'élève à 1 741 milliards d'euros à fin mars 2020 en France, en progression de 1 % sur un an<sup>23</sup>. Il s'agit du produit d'épargne préféré des français en termes de montant investi, devant le Livret A et le Livret de Développement Durable et Solidaire (LDDS), qui comptabilisent à eux deux 410,9 milliards d'euros d'encours à fin décembre 2019, « leur plus haut niveau historique » selon Raphaël Bloch, journaliste de la rédaction des Echos<sup>24</sup>. Bien que la baisse du taux de rendement du livret A à 0,75% en 2019, puis à 0,50% en 2020 en fasse un produit à rendement négatif par rapport à l'inflation, ce produit d'épargne reste très utilisé par les français, du fait de sa disponibilité, de sa sécurité et de sa défiscalisation.

A la 3<sup>ème</sup> place du classement des produits d'épargne, on retrouve le Plan épargne-logement (PEL), dont l'encours atteint 278 milliards d'euros à fin novembre 2019, et affiche un rendement moyen de 2,65%<sup>25</sup>. Son maintien à un taux de rémunération plancher de 1%, taux qui était un facteur de désintérêt jusqu'ici, devient un argument d'attractivité pour ce produit d'épargne face à la chute des rendements du livret A. Le PEL est suivi de l'épargne salariale et de l'épargne retraite collective d'entreprise (PERCO) dans le



classement des produits d'épargne, et atteignent 140 milliards d'euros d'encours au 30 juin 2019, en hausse de 3,4% par rapport à l'année précédente grâce entre autres à la suppression du forfait social pour les TPE-PME dès le 1<sup>er</sup> janvier 2019, forfait social qui imposait jusque-là une contribution patronale de 20%<sup>26</sup>. Le Plan d'Epargne en Actions (PEA) atteignait quant à lui 92,9 milliards d'euros d'encours au 3<sup>ème</sup> trimestre 2018, loin derrière le livret A. S'apparentant

<sup>23</sup> Assurance-vie : Collecte nette négative en mars 2020, publié le 29/04/2020 sur [www.ffa-assurance.fr](http://www.ffa-assurance.fr)

<sup>24</sup> Epargne : nouveau record pour les encours du Livret A et du LDDS, publié par Raphaël Bloch sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 21 janvier 2020

<sup>25</sup> Epargne : avec un taux de 1 %, le PEL redevient attractif, publié par Edouard Lederer sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 16/01/2020

<sup>26</sup> Epargne salariale : un encours historique, publié le 14/11/2019 sur [www.boursorama.com](http://www.boursorama.com)

à un compte titre, il permet d'investir librement dans les sociétés cotées qui y sont éligibles, tout en bénéficiant d'une fiscalité avantageuse<sup>27</sup>.

Au niveau européen, le montant global des cotisations d'assurance (vie et non vie) s'élevait à 1 311 milliards d'euros en 2018, plaçant le marché européen en 2<sup>ème</sup> position derrière l'Asie-Pacifique mais devant l'Amérique du Nord<sup>28</sup>. Sur ces 1 311 milliards, 764 concernaient l'assurance-vie. En Europe, le marché est principalement réparti entre le Royaume-Uni, l'Allemagne, l'Italie et la France, qui concentre 71% des primes collectées chaque année<sup>29</sup>.

Au niveau mondial, les Etats Unis sont le premier pays en termes de primes d'assurance-vie souscrites, avec 593,4 milliards de dollars US en 2018, suivi du Japon avec 334,2 milliards USD, puis de la Chine (313,4 Mds USD), du Royaume Uni (235,5 Mds USD) et de la France (165,08 Mds USD)<sup>30</sup>.

La présence et l'utilisation de produits d'assurance-vie varient fortement d'un pays à l'autre. Si le rapport à l'épargne est souvent culturel, la manière d'épargner l'est plus encore. Par exemple, on qualifie souvent les français de « mauvais épargnants », du fait d'une culture financière trop peu présente<sup>31</sup>. Pourtant, les ménages français font partie de ceux qui épargnent le plus en Europe avec 14,3%

Aux Etats Unis, les produits d'assurance-vie se répartissent entre les produits de capitalisation, qui permettent le versement de rentes aux bénéficiaires, les garanties maladie et invalidité, et les polices décès et vie. En 2018, on estimait que 60% des américains étaient couverts par une assurance-vie. Le marché de l'assurance-vie y est relativement concentré, avec les 10 premiers groupes d'assurance qui représentent 47% des primes comptabilisées en 2017, Met Life Inc. en tête<sup>32</sup>. Le recours exclusif aux produits d'assurance privés aux Etats Unis s'explique par l'absence de sécurité sociale dans le pays.

---

<sup>27</sup> PEA, *une croissance poussive* - Cercle de l'Epargne, publié sur [cercledelepargne.com](http://cercledelepargne.com) le 14 janvier 2019

<sup>28</sup> *Marché européen : 2ème marché mondial de l'assurance*, publié le 18 novembre 2019 sur [www.ffa-assurance.fr](http://www.ffa-assurance.fr)

<sup>29</sup> *Europe : à chacun son assurance-vie*, publié par Vittoria De Bagnolo sur [www.argusdelassurance.com](http://www.argusdelassurance.com) le 27 février 2009

<sup>30</sup> *Classement des principaux pays par primes d'assurance-vie souscrites dans le monde*, Statista.com, consulté le 02/05/2020

<sup>31</sup> *Les Français et l'épargne, une histoire compliquée*, publié par Joël Morio sur [www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) le 2 avril 2019.

<sup>32</sup> *Le marché américain de l'assurance-vie et maladie*, publié sur [www.atlas-mag.net](http://www.atlas-mag.net) le 10/04/2019



Au Japon, 92% des ménages ont une assurance-vie, ce qui explique les montants importants collectés par les sociétés d'assurance-vie nippones. Le marché de l'assurance-vie représente 4,3 fois le revenu de l'archipel<sup>33</sup>. Cette situation s'explique principalement par trois facteurs. Premièrement, le vieillissement de la population du fait de la hausse de l'espérance de vie entraîne une augmentation des produits d'assurance permettant le versement de rentes ou l'assurance de frais médicaux. Deuxièmement, la libéralisation financière a entraîné une course au rendement entre les acteurs de l'assurance-vie, qui ont profité de l'internationalisation financière pour aller chercher des investissements plus rentables hors des frontières du pays du soleil levant. Troisièmement, l'internationalisation économique et financière, en permettant aux sociétés d'assurance d'investir dans d'autres régions du monde, notamment en Europe et aux Etats Unis, a rendu le rendement de l'épargne japonaise davantage sensible aux fluctuations économiques de ces régions du monde.

#### 8. Conclusion

L'assurance-vie est un produit d'épargne fortement répandu dans le monde. Son faible risque et son système de capital garanti en font un placement sûr et rémunérateur pour des épargnants à l'espérance de vie toujours plus longue. Accessible aux épargnants les plus modestes, ce produit d'épargne a offert par le passé des rendements attractifs tout en proposant des mécanismes de garantie du capital, ce qui en a fait le produit d'épargne de référence dans le paysage des outils d'épargne financière en France. Ses rendements ont été progressivement stimulés par l'ouverture des frontières économiques et financières, ayant procuré une nouvelle diversité d'actifs aux sociétés d'assurance-vie, puis par l'internationalisation suivie de la concentration des acteurs du secteur, ce qui a permis une meilleure mutualisation des encours, une réduction des frais de gestion, et une diversification optimale des classes d'actifs.

---

<sup>33</sup> *L'assurance-vie au Japon*, publié par Takafumi OTSU (Directeur des Assurances au Ministère des Finances de Tokyo) en 1989.

## B. Les causes de la baisse du rendement des assurances-vie

### 1. Causes et impact global des taux bas

Généralement composés à plus de 80% d'obligations, elles-mêmes réparties entre environ deux tiers d'obligations d'entreprises, dites *corporates*, et un tiers d'obligations d'Etat<sup>34</sup>, les fonds d'assurance-vie en euros sont fortement impactés par la baisse des taux d'intérêts. Ainsi, Henri Réau donne l'exemple du Bund allemand à 10 ans qui « évoluait autour de -0,30% » en décembre 2019. Au 19 avril 2020, il évolue autour de -0,50%, quand l'OAT française à 10 ans est actuellement autour des 0,03% de rendement<sup>35</sup>.

Cette constatation nous amène à nous interroger sur les causes de cette situation : qu'est ce qui fait que les taux sont bas ?

L'explication donnée par les analystes de la Banque de France est que ces taux ne résultent pas des décisions récentes en matière de politique monétaire, mais de phénomènes structurels tels que « l'évolution démographique » et « le contexte économique global de nos sociétés »<sup>36</sup>. Ainsi, si la Banque Centrale Européenne (BCE) fixe les taux d'intérêts à court terme, son objectif est avant tout de « lisser conjoncturellement le cycle économique ». La politique de *quantitative easing* facilitant le recours au crédit dans le but de limiter l'inflation n'est donc pas la seule cause de cet environnement de taux bas. Pour François Villeroy de Galhau, directeur de la Banque de France, cette tendance structurelle de baisse des taux est observée depuis 40 ans, du fait du ralentissement combiné « de la population active » et de « la productivité globale », qui ont entraîné un « ralentissement du taux de croissance tendanciel du PIB », responsable du phénomène de baisse de taux à hauteur d'environ un quart. Les trois quarts restants sont quant à eux liés à « l'excès d'épargne mondiale ». En cause : l'espérance de vie grandissante, la hausse des inégalités de revenus, ainsi que « l'accumulation de réserves de change dans les pays émergents ».

Cependant, les effets d'un environnement de taux bas ne sont pas les mêmes pour les différents acteurs économiques. D'une part, ils favorisent le recours à l'emprunt des ménages, qui voient leur patrimoine immobilier prendre de la valeur. D'autre part, le marché des actions

---

<sup>34</sup> *Assurance-vie : vers des rendements catastrophiques pour les fonds en euros?*, publié le Henri Réau le 03/12/2019 sur [Le Revenu.com](http://LeRevenu.com)

<sup>35</sup> Taux souverains zone Europe – Boursorama – consulté le 19/04/20

<sup>36</sup> *Les taux bas : quelles causes et quels effets pour la France ?*, extrait du discours de François Villeroy de Galhau, publié le 09/01/2020 sur [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)

prend de la valeur. Les Etats bénéficient également de cette situation, provoquant pour eux un allègement du coût de leurs dettes. Pourtant, François Villeroy de Galhau note que si ces conditions ont favorisé l'endettement des ménages, des entreprises et de l'Etat, elles ont un impact négatif sur le rendement des produits d'épargne. En effet, les assureurs voient leur passif augmenter du fait de la réduction des taux d'actualisation, et en même temps leurs actifs diminuer du fait de la baisse des rendements. Le grand patron de la Banque de France suggère ainsi que les assureurs engagent « une réflexion de fond sur leur offre et leur positionnement ».

L'observation de certaines de ces variables permet d'illustrer et comprendre les propos de Monsieur Villeroy de Galhau. Ainsi, l'annexe 1 présentant l'évolution des taux obligataires à 10 ans en France et aux Etats Unis depuis 1970 montre un pic de rendement de ces titres financiers jusqu'au début des années 80, où les taux obligataires de l'Etat français flirtent avec les 17% de rendement quand les taux étatsuniens s'établissent autour des 15%. Si les crises se succèdent dans les années qui suivent, avec notamment l'effondrement des caisses d'épargne aux Etats Unis, l'ouverture des marchés des changes et la libéralisation de la circulation des capitaux en marche depuis plusieurs années, les taux obligataires entament une baisse structurelle qui ne sera jamais remontée, en lien avec l'évolution du taux de croissance du Produit Intérieur Brut (PIB) français (cf. annexe 2), mais également celui du Gross Domestic Product (GDP) américain (cf. annexe 3). En effet, si ces pays développés connaissent une croissance frénétique à la sortie de la 2<sup>nd</sup> Guerre Mondiale, nommée plus tard « la période des 30 glorieuses », elle ne dure pas indéfiniment, et à partir du milieu des années 70, la croissance des deux pays entame une lente récession, du fait du ralentissement de la consommation, mais également de la croissance démographique, pour atteindre aujourd'hui des niveaux inférieurs à 2%.

Les courbes de taux d'intérêts en France sur la période 1960-2015 suivent les mêmes tendances que la courbe du rendement des emprunts d'état à 10 ans en France. Cela s'explique par le fait que les emprunts d'états représentent l'actif sans risque, et tout emprunt par une entité autre que l'Etat français comporte un risque de non-remboursement plus élevé que celui de l'Etat, et doit intégrer une prime de risque, calculée selon son exposition au risque.

Cette tendance s'observe à tous les niveaux (cf. annexe 4). Ainsi, sur la période 1960-2015, on observe que les taux des livrets A et livrets de caisses d'épargne ont le rendement le plus faible, face au taux directeur de la banque centrale, qui fixe la rémunération des dépôts des banques commerciales, au taux du marché monétaire, qui représente les prêts interbancaires de un jour à un an, et les taux à long terme, soit les taux d'emprunts supérieurs à un an. Si ces 3 derniers taux (directeur, marché monétaire et long terme) sont bien plus élevés que les taux des livrets, qui sont par ailleurs connus aujourd'hui pour leurs faibles rendements, la baisse du rendement des obligations impacte chacun de ces taux d'intérêts, qui se retrouvent après 2010 sous la barre des 2%.

Les tendances de fond de baisse du taux de croissance et de recul du rendement des titres obligataires expliquent aujourd'hui le rendement catastrophique des fonds en euro, majoritairement placés sur des titres obligataires (cf. annexe 5 – Composition des fonds en euros). Ainsi, les fonds en euros les plus performants sont obligés de diversifier leurs placements et d'aller chercher des classes d'actifs plus risquées afin de publier de bonnes performances. Par exemple, le fonds Suravenir Opportunités (2,40% de rendement en 2019) est majoritairement investi en obligations (6,2% de ses actifs), mais en privilégiant les titres corporates et financiers (respectivement 50% et 24% du portefeuille obligataire)<sup>37</sup>. Pour les fonds Euro Allocation Long Terme<sup>38</sup> et Sécurité Pierre Euros<sup>39</sup> (respectivement 2,40% et 2,80% de rendement en 2019), les investissements se font majoritairement dans l'immobilier (respectivement 66% et 79,2% de l'actif), permettant de dégager un meilleur rendement.

A l'inverse, le marché action ne suit pas cette tendance. Bien que l'observation des rentabilités cumulées ajustées des versements de dividendes des indices CAC 40 et S&P 500 depuis 1990 (cf. annexe 8) sont en croissance continue (excepté lors de la crise qui a suivi la bulle internet dans les années 2000 et lors de la crise financière de 2007-2008), le taux de croissance (non cumulé, cf. annexe 9) des indices CAC 40 et S&P 500 apparaît globalement stable, sans distinction de tendance entre le début et la fin de la période observée. Ce phénomène peut s'expliquer par le fait que la baisse des taux d'intérêts bénéficie aux entreprises en leur

---

<sup>37</sup> Suravenir Opportunités, Rapport de gestion au 30 septembre 2019.

<sup>38</sup> Euro Allocation Long Terme 2, [www.bienprevoir.fr](http://www.bienprevoir.fr) consulté le 21/05/2020

<sup>39</sup> Sécurité Pierre Euro, Rapport de gestion au 31 décembre 2018

permettant de s'endetter à moindre coûts, et permettant ainsi de financer leur développement.

Le rendement des fonds placés en unités de comptes ne subissent cependant pas le même tendance à la baisse. Par exemple, le fonds Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe, proposé par l'assureur MACSF<sup>40</sup>, réalise en 2019 une performance de + 33,85 %, contre -8,55 % en 2018<sup>41</sup>. Il s'agit d'un fonds de petites et moyennes valeurs européennes, comprises entre un et cinq milliards d'euros, labellisé ISR<sup>42</sup>. Le fonds Carmignac Patrimoine réalisait pour sa part une performance de + 10,55% en 2019, contre -11,29% en 2018. C'est un fonds diversifié patrimonial investi en obligations internationales, devises et actions internationales pour 50% du portefeuille au maximum. Son indice de référence est composé d'un indice actions monde (MSCI ACWI) et d'un indice obligataire monde (Citigroup WGBI All Maturities)<sup>43</sup>.

Si les taux bas du marché obligataire n'ont que peu d'impact sur les rendements offerts aux contrats en unités de compte car moins exposés à ces actifs, ils représentent un réel problème pour les contrats en euro, majoritairement investis en obligations d'Etat et obligations corporates peu risquées. Plus des trois quarts des contrats d'assurance-vie étant investis dans des fonds en euros, c'est l'ensemble des rendements du marché de l'assurance-vie qui s'érode. De plus, le système de taux de rendement minimal garanti présent sur les contrats en euros contribue à réduire la marge des assureurs sur ces contrats.

## 2. Réactions des assureurs face aux taux bas

En Allemagne, de la même manière que chez ses voisins européens, les sociétés d'assurance et les fonds de pensions voient l'étau se resserrer entre les taux de rémunération faible des actifs investis, notamment le rendement des titres obligataires, fixés par la Banque Centrale Européenne (BCE), et les taux de rendement garantis à leurs souscripteurs. L'Etat allemand a imposé aux organismes gestionnaires un taux de rendement minimal de 0,9%, quand le taux de rendement moyen des assureurs allemands était de 2,83% à fin 2018<sup>44</sup>. Face à ces taux bas, les assureurs ont fait le choix de diversifier leur offre, en proposant des produits hybrides aux

---

<sup>40</sup> Mutuelle d'Assurance du Corps de Santé Français

<sup>41</sup> Performances 2019 des supports en unités de compte MACSF, publié le 15/01/2020 sur [www.mascf.fr](http://www.mascf.fr)

<sup>42</sup> Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe, [www.mascf.fr](http://www.mascf.fr), consulté le 23/05/2020

<sup>43</sup> Carmignac Patrimoine, [www.mascf.fr](http://www.mascf.fr), consulté le 23/05/2020

<sup>44</sup> *En Allemagne, le contrôle des assureurs vie se resserre*, publié par Nathalie Steiwer sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 20/11/2019

garanties flexibles, tels que des actions assorties de bons de souscription, des obligations convertibles en actions, ou encore des parts d'OPCVM. D'après un spécialiste du secteur des assurances vie interrogé par la journaliste Nathalie Steiwer, les assureurs vie se sont également « recentrés sur les assurances biométriques et liées aux accidents du travail, qui demandent moins de réserves et comportent moins de risques ». Une autre tendance observée est l'investissement dans des infrastructures. Ainsi, dans l'optique de garantir un capital nominal à leurs souscripteurs, les sociétés d'assurance ajoutent dans leurs actifs des « ponts ou des énergies renouvelables »<sup>45</sup>.

Au Japon, les assureurs-vie font face à la même situation : l'effondrement du rendement des obligations d'Etat. Cependant, pour les assureurs vie japonais, cette situation de taux d'intérêts à long terme proches de zéro n'est pas une donnée récente. Ils travaillent dans ces conditions depuis la fin des années 90. Face à cette situation, ils ont adopté une stratégie de diversification des actifs. Ils ont ainsi investi en obligations étrangères, mais également en actions et dans l'immobilier<sup>46</sup>. Parallèlement, ils ont opéré des acquisitions afin de renforcer leur présence en Asie du Sud-Est, premier marché de l'assurance à l'échelle mondiale.

En France, le contexte de chute des rendements des fonds en euros, qui représentaient 1 400 milliards d'euros sur les 1 700 totaux d'en-cours d'assurance-vie en 2018<sup>47</sup>, a également bouleversé les gestionnaires d'actifs. Investis pour la grande majorité en obligations d'Etat, ils sont en première ligne. Pour le cabinet Facts & Figures, la baisse durable des taux a été bien gérée par les assureurs vie, illustré par « l'écart croissant à la hausse entre le rendement moyen de l'OAT et le rendement financier brut des actifs des fonds en euros », permis par « la recherche de rendements sur d'autres classes d'actifs, dont l'immobilier »<sup>48</sup>. Face à cette situation, plusieurs assureurs tels qu'Allianz, Generali ou SwissLife ont fait le choix d'inciter leurs souscripteurs à placer davantage de leurs fonds en unités de comptes, en leur proposant des bonifications en fonction de la part de leur capital investie en unités de compte. Par exemple, SwissLife propose un taux de rémunération de base de 1%. Si le souscripteur place

---

<sup>45</sup> « Run-Off », *En Allemagne, le contrôle des assureurs vie se resserre*, publié par Nathalie Steiwer sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 20/11/2019

<sup>46</sup> *Comment les assureurs-vie japonais domptent les taux bas depuis 20 ans*, publié par Yann Rousseau sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 20/11/2019

<sup>47</sup> *Les assureurs vie sous la pression des taux bas*, publié par Juliette Raynal sur [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) le 30/12/2019

<sup>48</sup> *Fonds en euros : Une baisse sévère des rendements attendue en 2019*, publié sur [www.agefiactifs.com](http://www.agefiactifs.com) le 19/07/2019

30 à 40 % de son capital en unités de comptes, le rendement passe à 1,5% ; pour 40 à 60% il passe à 2% ; au-delà de 60% il est porté à 2,5%<sup>49</sup>. D'autres compagnies vont même jusqu'à faire des investissements en unité de compte une condition pour pouvoir investir dans des fonds en euros. L'Afer ou AG2R La Mondiale exigent ainsi respectivement 30 % et 35 % du capital investi dans des unités de compte pour pouvoir ouvrir un fonds en euros. D'autres acteurs tels que le Crédit Agricole ont fait le choix d'augmenter les frais sur les versements des placements en euros. Au-delà de ces éléments, les assureurs vie prélèvent dorénavant des frais de gestion annuels sur les contrats en euros, à hauteur de 0,2 % à 1 % du capital.

Au final, si les assureurs peuvent orienter les assurés entre placements en fonds en euros ou en unités de compte, ce ne sont pas les décisionnaires finaux de la composition des portefeuilles d'actifs dans lesquels sont placés les fonds des assurés.

---

<sup>49</sup> *Comment les assureurs vie s'organisent-ils face à aux taux bas du fonds euros ?*, publié par Théophile Robert sur [www.assurland.com](http://www.assurland.com) le 23/02/2020

### C. Conclusion :

L'assurance-vie est un produit d'épargne privilégié en France du fait du rendement historique important et de la sécurité offerte par les fonds en euros. Cependant, la baisse structurelle du rendement des classes d'actifs dans lesquelles sont investis les fonds en euros risque de s'installer dans la durée. Le mécanisme de garantie du capital, son facteur clés de succès auprès des épargnants français, est aujourd'hui ce qui limite la prise de risque des gestionnaires, dans un environnement où l'incertitude est croissante sur une majorité d'actifs. La perception de cette enveloppe par les épargnants est en train de changer. Il devient primordial pour les assureurs de trouver des relais de performance, tout en gardant à l'esprit la nécessité de limiter le risque porté par les encours des épargnants. Au-delà de la nécessité de conserver leur place de premiers gestionnaires d'épargne en France, les assureurs-vie doivent assurer la pérennité de leur filière qui alimente un écosystème financier bien précis : celui du financement de la dette de l'Etat et des grandes entreprises françaises. Il est donc nécessaire que cette extraordinaire source de financement continue d'alimenter l'économie « réelle ». Si parmi l'ensemble des activités d'investissement, l'une d'entre elles se démarque par sa proximité avec les entreprises, tous secteurs et tous stades de maturité confondus, c'est bien le capital-investissement.



## Chapitre II - Le capital investissement, un financeur de l'économie en plein essor

## A. Présentation du capital investissement

### 1. Le capital-investissement en France

Le capital-investissement, ou *private equity*, désigne l'activité par laquelle des investisseurs financiers acquièrent des parts de capital de sociétés non cotées, c'est-à-dire de sociétés dont les titres ne sont pas admis aux négociations sur un marché financier réglementé. Ces parts sont généralement acquises lors d'opérations de levées de fonds, au cours desquelles de nouvelles parts de capital sont émises en échange d'apports en numéraires par les sociétés de capital-investissement. Il peut également s'agir du rachat des parts d'un ou plusieurs actionnaires, comme par exemple dans le cadre d'une opération de transmission d'entreprise. L'objectif de ces opérations est de financer la croissance et le développement de ces entreprises à un horizon long terme, et de réaliser une plus-value sur l'opération en revendant les parts de capital au bout d'une certaine durée de détention.

Le capital-investissement se présente sous différentes formes tout au long du cycle de vie des entreprises (cf. annexe 13 - les formes de capital-investissement). Le capital *venture* est la branche du capital-investissement dédiée aux startups, intervenant depuis la phase d'amorçage, où l'on parle encore de projets, jusqu'aux phases de démarrage commercial et de croissance. Le capital développement va regrouper les interventions auprès de startups en activité ayant trouvé leur modèle économique mais ayant besoin de se développer davantage ainsi qu'auprès de PME ayant des ambitions de croissance externe ou organique. Le capital transmission regroupe les opérations de *buyout*, c'est-à-dire de transmission d'entreprises, dans le cadre d'opérations de succession, d'acquisition ou de reprise de sociétés. Ces opérations se font généralement au moyen de montages *Leverage Buy Out* (LBO), dans lesquels l'effet levier généré par l'endettement de l'opération permet de prendre le contrôle d'une société cible avec un apport de fonds propres réduit. Enfin, le capital retournement ou capital rebond se destine aux opérations de reprise d'entreprises en difficulté structurelle ou conjoncturelle, et est généralement suivi de réorganisations de l'activité. Cette catégorie est généralement intégrée dans les chiffres du capital développement ou capital transmission.

### 2. Les chiffres du capital-investissement

Apparue il y a environ 30 ans, l'activité de capital-investissement connaît une forte croissance depuis les années 2010, illustrée par l'augmentation du nombre de levées de fonds (cf. annexe 11 - Evolution des levées de fonds en France). Elle est devenue incontournable dans le financement de l'économie, en se positionnant comme un acteur moteur de la croissance,

tant à l'échelle locale que nationale et internationale. En France, en 2018, ce sont 18,7 milliards d'euros de fonds levés par les sociétés de capital-investissement<sup>50</sup> auprès de souscripteurs, qui ont été investis dans plus de 7 500 startups, PME et ETI, permettant ainsi de créer 210 000 emplois nets, selon France Invest<sup>51</sup>.

Au niveau européen, les sociétés de capital-investissement ont totalisé 80,6 milliards d'euros d'investissements en 2018, auprès de plus de 7 800 sociétés, dont 86 % de PME<sup>52</sup>. Les levées de fonds s'élevaient quant à elles à 97,3 milliards d'euros, financées à 46 % par des investisseurs hors Europe. Les fonds de pensions sont les premiers souscripteurs au niveau européen, représentant « près d'un tiers des levées de fonds ». La France représente 26,3 % des investissements en private equity au niveau européen en 2019, derrière l'Amérique du Nord (28 %), et devant l'Asie et l'Australie (16,1 %)<sup>53</sup>.

Au niveau mondial, les fonds récoltés par les sociétés de *private equity* auprès de souscripteurs atteignaient 714 milliards de dollars en 2018, un montant inférieur au record de 2017 qui s'établissait à 855 milliards récoltés<sup>54</sup>.

### 3. Performances et tendances actuelles du capital-investissement

En ce qui concerne les performances du capital-investissement, France Invest et EY établissent, dans leur rapport annuel 2018 *Performance nette des acteurs français du capital-investissement*, une performance annuelle moyenne de 11,2 % pour le capital-investissement sur la période 2004-2018, contre 5,9 % pour le CAC 40, 7,7 % pour l'immobilier ou encore 3,8 % pour les *hedge funds*<sup>55</sup>. Cependant, il existe de fortes disparités en termes de performances, tant entre les sociétés de gestion qu'entre les différentes catégories de levées de fonds. Si le premier quartile des fonds présente un Taux de Rentabilité Interne (TRI) net depuis l'origine de 20 % en 2018, le TRI du dernier quartile est quant à lui en territoire négatif avec une performance de -8,9 %<sup>56</sup>. Parmi les différentes catégories de capital-investissement, le capital

---

<sup>50</sup> p. 12, *Répartition des levées de fonds par souscripteurs en 2018*, Rapport 2018 France Invest

<sup>51</sup> *Découvrez le capital-investissement*, [www.franceinvest.eu](http://www.franceinvest.eu), consulté le 24/05/20

<sup>52</sup> *Le private equity européen en pleine forme*, [www.boursorama.com](http://www.boursorama.com), publié le 15/05/2019

<sup>53</sup> Slide 26, *All Private Equity - Fundraising geographic breakdown*, Investing in Europe: Private Equity activity 2019.

<sup>54</sup> Figure 1.18, p.21, *Global Private Equity Report 2019*, publié par Bain & Company

<sup>55</sup> Slide 6, *Performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2018*, publié par France Invest et EY le 27 juin 2019

<sup>56</sup> Slide 9, *Performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2018*, publié par France Invest et EY le 27 juin 2019

transmission possède le TRI le plus élevé peu importe l'horizon d'investissement, avec un TRI net sur 15 ans de 15,2 %, suivi des fonds généralistes avec un TRI de 11,4 % sur le même horizon, des fonds de capital-développement (6,3 %) et de capital-innovation (3,0 %)<sup>57</sup>. Si le nombre de fonds retenus par l'étude montre une certaine égalité dans la répartition du nombre de fonds (de 192 pour le capital-transmission à 246 pour le capital innovation), les montants appelés depuis l'origine sont bien différents. Ainsi, France Invest recense à fin 2018, 42 232 M€ appelés depuis l'origine par le capital-transmission, loin devant le capital développement (12 516 M€), le capital innovation (8 603 M€) et les fonds généralistes (8 196 M€).

En ce qui concerne les tendances du capital-investissement en France, les analystes Xerfi<sup>58</sup> qualifient l'année 2019 comme un « cru record pour la filière française du capital-investissement », avec une progression des montants levés de 21% au premier trimestre 2019, performance tirée par les « méga-fonds » tels que Astorg ou PAI Partners. Le maintien des taux bas par les banques centrales alimente les investisseurs institutionnels qui investissent davantage. La volatilité accrue des marchés financiers, illustrée par le niveau de l'indice VIX<sup>59</sup> en 2020 du fait de l'impact économique de la crise liée au Covid-19, conduit les investisseurs à se tourner vers des sources de rendements moins risquées. La tendance de hausse des multiples de valorisation d'entreprises et le spectre d'une bulle économique incitent les fonds de private equity à diversifier leurs investissements, quitte à sortir de leur cœur de métier avec notamment le développement des investissements dans les infrastructures à l'image de sociétés de gestion telles que Natixis avec son fonds Vauban Infrastructure Partners, Edmond de Rothschild et Pearl Advisory avec le fonds Pearl Infrastructure, ou Crédit Mutuel Equity. Ils investissent dans des actifs tels que les ports, aéroports, parcs éoliens ou encore les centres commerciaux.

---

<sup>57</sup> Slide 12, *Performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2018*, publié par France Invest et EY le 27 juin 2019

<sup>58</sup> *Le capital-investissement*, publié par Xerfi France en décembre 2019.

<sup>59</sup> VIX : indicateur de volatilité du S&P 500 calculé sur les prix pratiqués des options d'achat et de vente

## B. Les acteurs du capital-investissement

L'activité de capital-investissement regroupe de nombreux acteurs, tels que les *Business Angels* (BA), généralement regroupés sous forme d'associations. Ils ont un positionnement *early stage*, c'est-à-dire qu'ils investissent souvent dès le premier tour de table d'une société, lorsqu'elle est encore en phase de création ou vient d'être créée. Les plateformes de financement participatif en equity (*crowdequity*) ont un positionnement également *early stage*. Les fonds de capital-investissement sont quant à eux présents sur l'ensemble des phases, de l'amorçage à la transmission et au redéploiement. Les sociétés de capital-investissement, ayant le statut de sociétés de gestion de portefeuille (SGP), utilisent des véhicules d'investissement, également appelés fonds d'investissement, répondant à la définition d'organismes de placement collectif (OPC). On les retrouve sous différentes formes juridiques, telles que les fonds communs de placement à risques (FCPR), les fonds communs de placements dans l'innovation (FCPI), les fonds d'investissement de proximité (FIP) ou encore les fonds professionnels de capital-investissement (FPCI). Les *family office* sont des sociétés de gestion généralement réunies autour d'un entrepreneur ayant fait fortune, et qui investissent soit directement dans des sociétés, soit dans des fonds. Les fonds corporates ou *Corporate Venture Capitalists* (CVC) sont des sociétés de taille importante ayant développé en interne un service d'investissement, et qui investissent dans des startups ou dans des entreprises établies dans l'optique de réaliser des synergies avec leur propre activité. Les banques sont également des acteurs importants du capital-investissement, de manière directe via les banques d'affaires (Arkéa, Natixis, Garibaldi) ou de manière indirecte en tant que souscripteurs de fonds régionaux. Enfin, BPI France est un acteur incontournable du capital-investissement qui intervient auprès d'un grand nombre de startups en France, ainsi qu'en tant que souscripteur d'une majorité de véhicules d'investissements destinés au financement des entreprises françaises.

Nous nous focaliserons ici sur les caractéristiques et règlements afférents aux sociétés de gestion de portefeuille (SGP) et aux fonds professionnels de capital-investissement (FPCI). Ces types de fonds sont ouverts exclusivement à des investisseurs professionnels, c'est-à-dire à toute institution exerçant des activités d'investissement reconnues par l'AMF, telles que les

OPC, les sociétés de gestion, les banques, ainsi qu'aux différents types de sociétés répondant aux critères de l'article D533-11 du Code monétaire et financier<sup>60</sup>.

Dans la pratique, une société de capital-investissement gère en général plusieurs fonds, souvent dédiés à des typologies d'investissements spécifiques. Par exemple, la société de gestion Invest PME dans laquelle j'effectue mon stage gère un fonds *venture* dédié aux startups, un fonds de redéploiement destiné aux investissements dans des entreprises régionales d'une certaine taille rencontrant des difficultés conjoncturelles, ainsi qu'un fonds de développement destiné aux opérations de transmission (*buyout*) et de croissance de sociétés industrielles régionales.

#### 1. Principes de fonctionnement et processus d'investissement

Une société de gestion va créer un ou plusieurs fonds, pour lesquels elle va définir une durée de vie, une thématique en fonction du type d'entreprises dans lesquelles elle souhaite investir (cf. annexe 16 - Fonctionnement et processus d'investissement des sociétés de capital-investissement). Le prospectus d'un fonds, élaboré avec les souscripteurs du fonds, reprend l'ensemble des règles applicables aux parties, à savoir les investisseurs et la société de gestion. Cette dernière va ainsi réaliser une opération de levée de fonds auprès de différents souscripteurs, en communiquant sur les types de cibles envisagés et la thématique du fonds, avec pour objectif de lever une certaine somme d'argent auprès des investisseurs institutionnels. Le montant maximal pouvant être investi par un fonds dans une entreprise cible est fixé à 10 % du montant total souscrit du fonds de capital-investissement. Ainsi, plus la société de gestion parviendra à rassembler un grand nombre de souscripteurs, plus elle pourra investir des tickets importants. Puis, au cours de la phase appelée *fundraising*, la société de gestion va aller chercher des souscripteurs, chargés de financer le fonds. Elle va se tourner principalement vers les investisseurs institutionnels, tels que les fonds de fonds (23 % des souscriptions de capital-investissement en 2018), les compagnies d'assurance et les mutuelles (16 %), les caisses de retraites (16 %), les *family offices* (15 %), le secteur public (12 %), les fonds souverains (7 %), ainsi que les banques (6 %) et certains industriels (4%).

Chaque fonds observe ainsi une période de souscription définie lors de sa création, durant généralement une année mais pouvant être reconduite au cours des premières années de la

---

<sup>60</sup> Article D533-11, [www.legifrance.gouv.fr](http://www.legifrance.gouv.fr), consulté le 06/06/2020

vie du fonds si son règlement le permet. Les investisseurs, également appelés souscripteurs, s'engagent lors de la période de souscription, à investir une certaine somme dans le fonds. Une fois cette phase de souscription terminée, la phase d'investissement démarre. La société de gestion du fonds est alors chargée d'identifier et d'analyser des entreprises cibles, afin de mesurer le potentiel que pourrait avoir un apport en fonds propres ainsi que le retour sur investissement. Une fois l'analyse réalisée et l'opération validée par les membres de la société de gestion, le dossier est généralement présenté aux souscripteurs, qui rendent un avis consultatif, puis débloquent une partie des fonds qu'ils se sont engagés à verser afin de financer chaque investissement. Le dossier d'investissement est alors considéré clos, on parle de closing. Lors de la cession d'une participation, la société de gestion annonce une distribution à ses souscripteurs, qui se fait systématiquement de manière égale. Durant la phase de pré liquidation, qui se situe après la première moitié de la vie du fonds, la société de gestion peut observer des phases de réinvestissement. Dans les deux ou trois dernières années de la vie du fonds, la société de gestion va entamer la phase de dissolution du fonds, qui se traduit par une recherche active d'opportunités de cession des titres détenues dans les différentes participations. Les plus-values réalisées seront partagées à parts égales entre les souscripteurs. La durée de vie d'un fonds, encadrée juridiquement, est fixée à 10 ans, et peut être reconduite pour une ou deux années.

En ce qui concerne les frais de gestion du capital-investissement, ils comprennent la commission de souscription, qui s'apparente à des droits d'entrée dans le fonds, et rémunère la commercialisation du fonds par la société de gestion ; les frais d'enregistrement lors de la constitution du fonds ; et les frais de gestion du fonds, qui sont calculés selon un pourcentage des montants souscrits et sont prélevés sur une base annuelle.

## 2. Les instruments du capital-investissement

Les sociétés de capital-investissement utilisent un ensemble d'outils financiers leur permettant de réaliser des montages adaptés aux besoins de financement des sociétés cibles ainsi qu'au niveau de risque qu'elles souhaitent prendre sur une opération. Nous allons retrouver les actions, outil d'intervention privilégié des sociétés de capital-investissement, pouvant être assorties de mécanismes préférentiels et de clauses tels que les actions à bon de souscription d'actions permettant de définir le prix auquel seront achetées les actions par la société de gestion lors d'une prochaine opération de levée de fonds, ou les clauses de *ratchet*,

permettant de protéger les investisseurs en cas de nouvelle opération de levée de fonds se faisant sur la base d'une valorisation d'entreprise moins élevée que celle où ils sont entrés.

Nous allons également retrouver les titres hybrides, ou quasi-fonds propres, avec les obligations convertibles en action ou à bons de souscription d'actions, utilisées pour sécuriser une partie du financement ou garder un moyen de pression sur le management. De cette manière, les sociétés de capital-investissement peuvent limiter la dilution des actionnaires en place tout en apportant les financements nécessaires. Cependant, l'utilisation d'obligations dans les opérations reste conditionnée par l'intervention en fonds propres, et n'est pas dans l'intérêt financier des fonds d'investissement du fait de leur faible rémunération comparativement aux multiples réalisables au moyen des actions.

Enfin, nous allons retrouver les apports en comptes courants. Accessible à tout détenteur d'au moins 5% du capital de la société, les apports en comptes courants permettent de mettre du cash à disposition de la société contre rémunération. Utilisée à des fins de financement à court-terme, ces opérations permettent à l'entreprise d'éviter le recours au découvert bancaire.

### 3. Focus : la distribution des investissements par type de souscripteurs et par fonds

Les sociétés de capital-investissement ont des profils très variés, en fonction de leur taille, mesurée par les montants sous gestion, mais également en fonction de la thématique des fonds gérés et des souscripteurs de leurs fonds. On observe sur le marché européen du private equity que pour chaque typologie de capital-investissement (*venture*, croissance, transmission), les profils de souscripteurs ne sont pas les mêmes (cf. annexe 17 - Distribution des levées de fonds par catégorie de souscripteurs et par type de capital-investissement financé). Ainsi, les fonds de pension pèsent 29 % des souscriptions auprès des fonds de private equity en général, avec une présence plus marquée auprès des fonds de transmission (34 % des montants souscrits) et de croissance (21 % des montants souscrits) que des fonds *venture* (12 % des montants souscrits). A l'inverse, les investisseurs corporates, agissant pour le compte de leurs entreprises, investissent essentiellement en fonds *venture* (14 % des montants souscrits contre 1% en transmission et 2% en croissance) du fait de stratégies d'acquisition de jeunes pousses innovantes, une stratégie souvent observée dans des secteurs comme le pharmaceutique ou les TIC. Les compagnies d'assurance représentent quant à elles 11 % des montants souscrits dans le private equity en général au niveau européen, avec une



contribution de même proportion dans les différentes typologies de capital-investissement (11% des montants souscrits en *venture*, 12 % en transmissions et 8 % en croissance).

Cependant, il est nécessaire de mettre en perspective les montants levés par les différentes catégories de capital-investissement. En 2019, les fonds de *venture* capital européens levaient 14,8 milliards d'euros, les fonds de croissance 9 milliards d'euros, et les fonds de transmission, 78,8 milliards d'euros.

## C. Décryptage des tendances au sein des différents types de capital-investissement

### 1. Le capital transmission (*buyout*)

Le capital transmission semble être privilégié en termes de montants levés, et est largement sur-représenté parmi les différents types de capital-investissement. Selon les calculs de France Invest dans leur rapport 2018 sur les performances du private equity en France, le capital-transmission présente le meilleur taux de rentabilité interne tout horizon d'investissement confondus<sup>61</sup>, ainsi que le meilleur multiple de sorti réalisé moyen, qui s'établit à 1,17 contre 1 pour le private equity en général. Les opérations de capital transmission sont caractérisées par le recours quasi-systématique à des montages LBO afin de créer de l'effet levier au moyen de la dette et maximiser le retour sur investissement. Cette typologie de capital-investissement s'adresse principalement à des sociétés matures et en bonne santé financière, qui dégagent une capacité d'auto-financement suffisamment importante et stable dans le temps pour pouvoir rembourser la dette contractée dans le cadre du LBO et continuer de financer les besoins en cash de l'activité. C'est dans ce segment que des records de valorisation ont été battus. Ainsi, le Global Private Equity Report 2020 de Bain & Company passant en revue l'année 2019, fait état de valeurs d'entreprises atteignant 10,9 fois l'EBITDA en Europe et 11,5 fois l'EBITDA aux Etats Unis, dans le cadre d'opérations d'acquisition au moyen de LBO. Aux Etats Unis en 2019, plus de 55 % des deals de capital-transmission ont été réalisés avec des multiples d'EBITDA supérieurs à 11<sup>62</sup>. En ce qui concerne les entreprises cibles des fonds de capital transmission (cf. annexe 18), elles sont principalement issues des secteurs des biens et services de consommation (25 % des investissements en *buyout*), suivi des biens et services destinés aux entreprises (24 % des investissements) et des Technologies de l'Information et de la Communication (TIC, 21 % des investissements).

De par la stabilité de ses cibles comparativement aux autres catégories de capital-investissement, mais également du fait de sa performance passée et des montants requis par opération toujours plus élevés, le capital transmission est la catégorie de capital-investissement favorite des plus gros souscripteurs tels que les fonds de pension (34 % des souscriptions), les fonds de fonds (13 % des souscriptions), les compagnies d'assurance (12 %

---

<sup>61</sup> p.12, *PERFORMANCE NETTE DES ACTEURS FRANÇAIS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT À FIN 2018*, publié le 27 juin 2019 par France Invest et EY

<sup>62</sup> p. 7, *More.than.55%.of.US.buyout.deals.had.a.multiple.above.11x*, *Global Private Equity Report 2020*, publié par Bain & Company

des souscriptions) et les fonds souverains (11% des souscriptions). La valeur des actifs des fonds de pension des pays de l'OCDE totalisait 32 000 milliards d'actifs sous gestion en 2019, selon les chiffres de l'OCDE<sup>63</sup>. Les 10 premiers fonds souverains de la planète totalisaient pour leur part 5 836,55 milliards de dollars US au 31 décembre 2019<sup>64</sup>. Les compagnies d'assurance internationales totalisaient quant à elles 32 900 milliards de dollars US sous gestion en 2018<sup>65</sup>. L'augmentation des fonds souscrits par les investisseurs chaque année entraîne un phénomène de surcapitalisation des fonds de capital transmission. Le Global Private Equity Report 2020 de Bain & Company recensait 276 fonds de capital transmission clos (c'est-à-dire dont l'intégralité du montant souscrit a été investi) pour une taille médiane de 248 millions d'euros par fonds. En 2019, ils recensent 238 fonds clos pour une taille médiane de 444 millions, réduisant ainsi la proportion de sursouscription des fonds<sup>66</sup>.

## 2. Le capital développement ou croissance (growth)

Le capital développement s'adresse aux entreprises en croissance. Il sert à financer des opérations de croissance organique (recrutements, investissements dans de nouveaux moyens de production, création de site, digitalisation, etc.) ou des opérations de croissance externe (acquisition horizontale ou verticale, diversification, renforcement de la chaîne de valeur, etc.), afin de développer l'étendue et le volume d'activité de l'entreprise. De manière générale, les entreprises cibles du capital développement sont en activité depuis plusieurs années, et sont présentes sur un marché existant. Les principaux secteurs cibles du capital développement au niveau européen en 2019 (cf. annexe 17) étaient les TIC, les biens et services de consommation, les biens et services à destination des entreprises, et la santé.

Les principaux financeurs du capital développement (cf. annexe 18) sont les fonds de pension, qui finançaient 21 % des montants levés par les fonds de capital développement européens en 2019, suivi des fonds de fonds (17 %), des personnes physiques privées (17 %) et des agences gouvernementales (12 %). Enfin, les banques et les compagnies d'assurance financent chacune 8 % de ces fonds.

---

<sup>63</sup> *Global pension statistics*, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), consulté le 14/06/2020

<sup>64</sup> *Leading global sovereign wealth funds 2019*, by managed assets, [www.statista.com](http://www.statista.com), consulté le 14/06/2020

<sup>65</sup> *Assets of insurance companies worldwide 2002-2018*, [www.statista.com](http://www.statista.com), consulté le 14/06/2020

<sup>66</sup> *Figure 1.23: In.fund-raising,.more.capital.is.going.to.fewer.firms*, Global Private Equity Report 2020, publié par Bain & Company

Cette diversité des souscripteurs plus marquée dans les fonds de capital développement peut s'expliquer par la dimension régionale de certaines sociétés cibles, expliquant la présence d'agences gouvernementales d'investissement à l'instar de BPI France, mais également la présence d'individus privés experts de certains secteurs. Les banques participent également à ce type d'opération du fait de leur capacité à intervenir tant en fonds propres qu'au niveau de la dette. Les fonds de capital développement européens ont totalisé 8,6 milliards d'euros levés en 2019, plus du double par rapport à 2018 (4,2 milliards), mais moins que les fonds de *venture capital* (9,8 milliards d'euros en 2019). Le montant moyen souscrit par les fonds de capital développement s'élève à 318,5 millions d'euros en 2019.

### 3. Le *venture capital*

Le *venture capital*, également appelé capital création ou capital risque, s'adresse aux sociétés en phase de création ou venant d'être créées, qui n'ont généralement pas encore trouvé ni leur marché, ni leur modèle économique, et qui ont besoin de challenger leur offre. Cette branche du capital-investissement est pleinement orientée vers le financement des startups, caractérisées par le caractère innovant et technologique de leurs offres et par leur potentiel de croissance important. Leur valorisation est généralement calculée en fonction des revenus futurs estimés, bien qu'il y'ait souvent des écarts importants entre le niveau d'activité anticipé et le niveau d'activité réalisé.

#### D. La réglementation des activités de capital-investissement

Les activités de capital-investissement sont soumises à la régulation et au contrôle de l'Autorité des Marchés Financiers (AMF), au même titre que les Organismes de Placement Collectif en Valeurs Mobilières (OPCVM). On distingue d'une part la réglementation applicable aux sociétés de capital-investissements, et d'autre part la réglementation applicable aux véhicules d'investissement utilisés. En tant que sociétés réalisant des opérations d'investissement et de prise de participations, les sociétés de capital-investissement ont le statut de sociétés de gestion de portefeuille. Agréées par l'AMF, leur fonctionnement est régi par le code monétaire et financier. Il vise notamment à faire respecter un certain niveau de fonds propres, à garantir la transparence vis-à-vis des clients, qui sont les souscripteurs de fonds, et à régler le processus de valorisation des participations dans lesquelles sont investis les fonds.

##### 1. Norme AMF 2012-19 relative aux fonds propres

Les fonds propres réglementaires des sociétés de gestion, dits « de catégorie 1 », doivent être placés « dans des actifs liquides ou aisément convertibles en liquidités à court terme et ne comportant pas de positions spéculatives »<sup>67</sup>. Les fonds propres excédentaires constituant un coussin de sécurité par rapport au niveau minimal de fonds propres requis peuvent être placés de manière libre à condition qu'ils ne fassent pas peser de « risque substantiel » sur les fonds propres réglementaires.

Le niveau de fonds propres réglementaires requis AMF pour les sociétés de gestion est celui requis par le règlement européen intitulé Minimum de Capital Requis (MCR, ou *Capital Requirement Regulation*, CRR). L'AMF stipule dans l'article 317-2 de son règlement général, entré en vigueur au 03/01/2018, que toute société de gestion de portefeuille de FIA « doit pouvoir justifier à tout moment d'un niveau de fonds propres au moins égal au plus élevé des deux montants [...] ci-après :

1° 125 000 euros complétés d'un montant égal à 0,02 % du montant de l'actif géré par la société de gestion de portefeuille excédant 250 millions d'euros, sans excéder 10 millions d'euros.

---

<sup>67</sup> Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs - Les fonds propres des sociétés de gestion, publié le 11 décembre 2019 sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

2° Le quart des frais généraux annuels de l'exercice précédent, calculés conformément aux articles 34 *ter* à 34 *quinter* du règlement (UE) n° 241/2014 de la Commission du 7 janvier 2014 ».

Par ailleurs, la directive AIFM requiert des sociétés de capital-investissement qui lui sont soumises, qu'elles se constituent un matelas de sécurité afin de prévenir les risques de mise en cause de la responsabilité de la société de gestion, les polices d'assurance responsabilité civile ne couvrant pas la totalité des risques encourus par les sociétés de gestion. Ce complément de fonds propres dits « excédentaires » doit être investi en actifs liquides ou aisément convertibles en liquidités à court terme et ne comportant pas de positions spéculatives, de la même manière que les fonds propres règlementaires jusqu'à 30% des fonds propres règlementaires<sup>68</sup>. Au-delà, ils sont considérés comme des fonds propres de catégorie 2, c'est-à-dire qu'ils sont assimilables à des instruments de dette subordonnée. Cependant, ces fonds propres de catégorie 2 ne doivent pas représenter plus du tiers des fonds propres de catégorie 1.

## 2. Norme IPEV relative à la valorisation des participations des fonds des sociétés de gestion

Dans une volonté de conformité avec les *International Financial Reporting Standards* (IFRS) et les *United States Generally Accepted Accounting Principles* (US GAAP), la valorisation des actifs des sociétés de capital-investissement se font à leur juste valeur, en suivant les recommandations de l'*International Private Equity & Venture Capital* (IPEV). Cette volonté résulte de la nécessité pour les souscripteurs des fonds d'avoir accès à une information d'actualité et ainsi prendre les meilleures décisions économiques. La possible cession de la société dans laquelle est prise la participation constitue le principe fondamental d'évaluation à la juste valeur. Les principes généraux d'évaluation d'une participation dans un fonds stipulés par l'IPEV autorisent le principe d'évaluation sur la quote-part attribuable dans la valeur liquidative, elle-même calculée à partir de la juste valeur des investissements sous-jacents à la même date, c'est-à-dire la juste valeur des actifs compris dans le fonds (actions, obligations, titres hybrides, immobilier, autre fonds). Ainsi, la valeur liquidative est la meilleure manière d'estimer le flux de trésorerie reçu par l'investisseur à la date d'évaluation,

---

<sup>68</sup> *Le placement des fonds propres des sociétés de gestion de portefeuille, Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs - Les fonds propres des sociétés de gestion*, publié le 11 décembre 2019 sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

et donc présenter une valorisation de la participation de l'investisseur dans le fonds. Cependant, lorsque les informations permettant de calculer la valeur liquidative du fonds ne sont pas disponibles, l'IPEV recommande d'appliquer la méthode de l'actualisation des flux futurs de trésorerie du fonds.

Dans la réalité, les valorisations des participations dans lesquelles un fonds est investi se fait de manière régulière. Par exemple, Invest PME, en tant qu'actionnaire, réalise un suivi mensuel du chiffre d'affaires et du niveau de trésorerie, afin de mesurer l'évolution de l'activité et estimer les écarts par rapport au business plan de l'entreprise financée. Si l'objectif de ce suivi n'est pas d'estimer la valeur des titres détenus dans la société, il permet d'avoir une idée de la trajectoire que prend la société, et donc de l'évolution de la valeur de ces titres. L'AMF requiert que la valeur liquidative des différents types de parts émises sur un fonds soit calculée au moins 2 fois par an<sup>69</sup>. Le prospectus du fonds définit les modalités de calcul de la valeur de ses parts. Dans la pratique, la valeur liquidative du fonds est effectuée lors de la publication des comptes annuels des sociétés qui le composent et lors de la publication des comptes du second semestre. Les retards de réalisation des assemblées générales et de publication des comptes annuels 2019 du fait de la crise liée au Covid-19 ont fortement retardé les calculs de valeur liquidative des fonds en 2020, un nombre significatif de sociétés n'ayant toujours pas publié leurs comptes annuels 2019 au mois de juin 2020.

Cependant, on observe dans la pratique que, mis à part des événements majeurs pour une société du portefeuille, tels que le décrochement d'un contrat avec un donneur d'ordre, le dépôt d'un brevet ou la mise en procédure judiciaire de la société, les valorisations changent rarement par rapport à celles réalisées lors de l'opération de levée de fonds initiale ayant permis l'entrée au capital de notre société de gestion. Par ailleurs, il n'est pas accordé une importance prépondérante à la valorisation des participations tant qu'une opportunité de sortie du capital n'est pas envisagée. Par expérience, les directeurs d'investissement savent que la valorisation de sortie est une variable négociée, qui peut varier de manière importante, car les acquéreurs ont souvent une perception et des intérêts différents, dans l'acquisition de tout ou partie de la société détenue. Ce raisonnement s'applique avant tout aux fonds

---

<sup>69</sup> art. 422-120-13, RGAMF

*venture*, dédiés aux startups. De ce fait, la valeur liquidative calculée des fonds ne reflète pas systématiquement la valeur de marché des sociétés dans lesquels il est investi.

### 3. Norme MIF 2 relative à la communication d'informations au client

La directive MIF 2 et le règlement MIFIR présente de nouvelles dispositions en ce qui concerne la protection des investisseurs, au moyen d'une meilleure information et de la prévention des conflits d'intérêts. Leur objectif est d'apporter davantage de transparence dans les activités d'investissement, et notamment celles des sociétés de gestion de portefeuille (SGP). Dans ce paragraphe, les termes « client » et « investisseur » font référence aux souscripteurs qui, en tant que clients des sociétés de gestion, investissent dans leurs fonds.

De manière générale, les SGP doivent informer leurs clients sur l'ensemble des informations afférent aux engagements pris et aux risques encourus par les clients. La fiche n°4 Information des clients du Guide MIF2 pour les sociétés de gestion de portefeuille précise que la SGP doit détailler à son client sa « stratégie d'investissement et ses services, les instruments financiers, les plateformes d'exécution et l'ensemble des frais liés ». L'objectif de ces dispositions est de donner une information la plus précise sur les investissements du client et ainsi lui permettre de prendre les meilleures décisions possibles, tant de manière préalable à l'investissement qu'une fois celui-ci effectué. Par ailleurs, les SGP ont l'obligation de tenir informés leurs clients de manière périodique sur la valeur de leurs engagements, et notamment de leur signaler toute variation à la baisse d'au moins 10 % de la valeur du portefeuille. Préalablement à toute engagement de la part du client, la SGP doit lui faire réaliser un test d'adéquation afin de s'assurer de « sa capacité à subir des pertes » et de « sa tolérance au risque ». Si ces obligations s'appliquaient exclusivement pour les clients non-professionnels sous MIF 1, la directive MIF 2 l'étend également aux clients professionnels.



## E. Conclusion :

Le capital-investissement s'est progressivement positionné comme un acteur incontournable dans le financement de l'économie des entreprises, illustré par le nombre croissant des levées de fonds au cours de la dernière décennie. Du soutien de PME à dimension locale à l'introduction de startups en bourse, ces investisseurs professionnels sont devenus un interlocuteur privilégié des entreprises, un partenaire financier capable de les accompagner à chaque étape de leur développement. Cependant, il existe une grande diversité d'acteurs au sein même du capital-investissement. La thématique des fonds d'investissement et la typologie d'entreprise cible, ainsi que la réputation de sa société de gestion, sont déterminants dans la récolte de fonds auprès d'investisseurs institutionnels. Le capital transmission, ou *buyout*, en offrant les meilleures performances comparativement au *venture* et au capital développement, est la branche du capital-investissement rassemblant les plus gros montants investis, et par conséquent les plus gros souscripteurs. Les ressources financières du capital-investissement sont abondantes, et le nombre croissant de souscripteurs dans les fonds mène à une situation de surliquidité chez les plus gros acteurs.

De manière générale, investir en capital-investissement est le moyen d'accéder à la croissance de nombreuses entreprises de tous secteurs d'activité, à tous stades de maturité. Cela requiert une immobilisation des montants souscrits pendant une longue période, et présente un risque de perte en capital, un risque d'illiquidité lié à la capacité du fonds à céder ses participations, et un risque de valorisation des participations en portefeuille du fait du caractère estimatif de la valorisation donnée aux participations. Cependant, plusieurs aspects techniques et de gestion présentent une complexité particulière dans l'ouverture de l'assurance-vie au capital-investissement.

**Chapitre III - Risques et opportunités : quels intérêts  
et quels risques pour chaque acteur ?**

#### A. La loi Pacte, une nouvelle tentative des pouvoirs publics pour flécher le financement de l'économie réelle

La loi PACTE<sup>70</sup> du 22 mai 2019 relative à la croissance et à la transformation des entreprises, et dont l'objectif affiché est de « faire grandir » et « repenser la place des entreprises françaises » selon les mots du gouvernement français<sup>71</sup>, permet l'ouverture de contrats d'assurance-vie en unités de compte aux parts de FPCI, FCPR, FCPI, FPS et SLP, c'est-à-dire aux véhicules d'investissement des sociétés de capital-investissement. De cette manière, le gouvernement permet de donner au monde du private equity « les moyens de financer le développement des PME françaises » selon les mots de France Invest. Ces mêmes PME qui constituent l'essentiel du tissu économique français. En effet, ces sociétés de moins de 250 salariés, au nombre de 4 millions en France en 2020, représentent 99,9% des entreprises du pays en nombre, 6,3 millions de salariés et 43% de la valeur ajoutée nationale<sup>72</sup>. Pour le gouvernement, orienter l'épargne des ménages vers le financement de l'économie « réelle » est une manière supplémentaire d'inciter les français à investir leur épargne dans l'économie plutôt que dans des placements sans risques souvent décrits comme « dormants ».

En devenant un support d'investissement pour contrats d'assurance-vie en unités de compte, le capital-investissement permet, selon France Invest, une flexibilité supplémentaire aux épargnants, en leur permettant d'investir de manière durable et responsable dans un panel de société élargi à l'ensemble du non-coté. Dans le même temps, l'assurance-vie renforce son rôle de financeur de l'économie, en permettant de mobiliser l'épargne salariale et les ressources des investisseurs institutionnels pour renforcer les fonds propres d'un plus grand nombre de sociétés. Pour les assureurs-vie, il s'agit là d'une opportunité pour aller chercher des leviers de rentabilité plus importants et d'améliorer ainsi la performance de leurs contrats, notamment pour les contrats multisupports, qui regroupent fonds en euros et unités de compte.

En ce qui concerne les aspects techniques de cette orientation de l'assurance-vie vers le capital-investissement, un changement important réside dans le décret n°2019 - 1172 du Code monétaire et financier adopté le 14 novembre 2019 précisant la notion d'actifs liquides limite. Il permet par exemple l'endettement des Fonds Communs de Placements à Risques (FCPR) à

---

<sup>70</sup> Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises

<sup>71</sup> Le #PACTE expliqué en 1 min 30, [www.pacte-entreprises.gouv.fr](http://www.pacte-entreprises.gouv.fr), consulté le 27/05/2020

<sup>72</sup> Où trouver les chiffres clés des PME ?, [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr), consulté le 27/05/2020

hauteur de 30% de leur actif de manière temporaire, contre 10% jusqu'ici afin de leur permettre faire face aux demandes de rachats des porteurs de parts ou à des engagements contractuels de souscription dans un FPCI ou dans une entité d'investissement. Pour les clients souscripteurs de contrats d'assurance-vie en unités de comptes investis en fonds de capital-investissement, ce décret exige soit que le souscripteur investisse au moins 100 000 € en acquisition d'UC investies en fonds de PE, soit qu'il ait la qualification de client professionnel. Pour les souscripteurs ne répondant pas à ces conditions, le décret autorise un minimum de 10 000 € lorsque le fonds est conforme au règlement UE n°2015/760 du parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme<sup>73</sup>.

S'il s'agit d'une avancée importante pour le capital-investissement, elle reste limitée aux yeux de certains acteurs du milieu, qui estiment que la capacité d'épargne de plus de 100 000 € concerne trop peu d'épargnants, et qu'il y'aurait davantage d'intérêts (et de collecte) à ouvrir l'accès au capital-investissement de manière plus franche au plus grand nombre. Par ailleurs, la loi PACTE n'est pas le premier dispositif ayant vocation à orienter l'épargne des ménages français vers le capital-investissement au moyen de l'assurance-vie. L'introduction des contrats euro-croissance dans l'offre des assureurs-vie en septembre 2014 fût un premier pas des pouvoirs publics afin d'orienter l'épargne vers l'économie réelle. Investis dans des fonds diversifiés, ils ne garantissent le capital investi qu'à terme de 8 ans de détention, afin de permettre aux gestionnaires de prendre davantage de risques avec une partie du capital. Disponibles dans 60% des compagnies d'assurances, les contrats eurocroissance représentaient un encours de 2,5 milliards d'euros à fin 2018, pour 183 000 contrats souscrits<sup>74</sup>. Ils réalisaient une performance de - 3,5% en 2018, contre + 3,4% en 2017. Par la suite, la loi Macron pour la croissance du 6 août 2015 avait pour vocation de faciliter les placements dans les fonds de capital-investissement, en les ouvrant aux contrats d'assurance-vie en unités de compte. Cependant, selon les analystes Xerfi, le « bilan n'est pas très satisfaisant »<sup>75</sup>. Au-delà de l'aspect technique et des outils facilitant l'orientation de l'épargne vers le financement de l'économie réelle, c'est avant tout au rapport sécuritaire des français à leur épargne que se heurtent ces différentes mesures. Les ménages sécurisent au maximum

---

<sup>73</sup> *Mise en œuvre de la loi PACTE : assurance-vie et private equity*, publié par Jérôme Sutour et Laurent Mion dans *Option Finance* le 28 novembre 2019

<sup>74</sup> *Les fonds eurocroissance : fonctionnement et fiscalité*, publié par Benoit Léty sur [www.moneyvox.fr](http://www.moneyvox.fr) le 26 février 2020

<sup>75</sup> p.57, *Le capital-investissement*, Xerfi France, publié en décembre 2019.

les sommes qu'ils ont réussi à mettre de côté, situation illustrée par les encours des fonds en euros ainsi que ceux des livrets A, tous deux des placements faiblement rémunérateurs mais où la garantie du capital est totale. Cependant, au-delà de l'aspect sociétal et de mesures techniques visant à flexibiliser les fonds, la question de la gestion actif-passif des assureurs-vie est primordiale pour assurer le bon fonctionnement des investissements dans les fonds de private equity.

## B. L'illiquidité des fonds, un casse-tête pour l'Asset & Liabilities Management des assureurs-vie

La complexité de la gestion financière en assurance-vie, qui se fait dans une logique de gestion haut de bilan du fait de son horizon temporel à long terme, réside dans l'absence de visibilité sur les décaissements. En effet, malgré les statistiques présentées dans les tables de mortalité, les assureurs ne peuvent pas prévoir la date de décès, et encore moins les dates de retrait des capitaux avant l'échéance des contrats, au profit du ou des bénéficiaires. Les assureurs se basent donc sur la loi des grands nombres, soit le fait que lorsque le nombre d'assurés augmente, la variance des décaissements diminue<sup>76</sup>, pour estimer les flux de sortie de capitaux, et ainsi adapter la liquidité de leurs actifs.

La gestion actif-passif, également appelée Assets and Liabilities management (ALM), est le processus d'identification, de mesure et de contrôle des risques d'inadéquation entre l'actif et le passif d'une société. Dans l'assurance-vie, son rôle principal « consiste à allouer de manière optimale l'actif en fonction des engagements pris à l'égard des assurés et des bénéficiaires de contrats, et en fonction d'objectifs de revalorisation des contrats et de rémunération des actionnaires »<sup>77</sup>. La gestion ALM dans les sociétés d'assurance-vie est primordiale car c'est l'outil permettant de respecter ses engagements. Elle répond à plusieurs objectifs au sein des sociétés d'assurance qui peuvent s'avérer parfois antagonistes. Ainsi, Martin Vareilles, actuaire au sein des Assurances Générales de France, présentait en 1993 les objectifs de la gestion actif-passif comme étant<sup>78</sup> :

- Optimiser les taux de rémunération de l'épargne confiée par les clients, que l'auteur qualifie « d'objectif à court-terme permanent », étant sensible aux risques de taux.
- Garantir une liquidité suffisante des actifs, pour faire face aux différentes situations de retraits et de rachats, y compris avant l'échéance du contrat.
- Optimiser la rentabilité des fonds propres de la société d'assurance en permettant d'augmenter la valeur des capitaux propres et de permettre à la société d'autofinancer une partie de son développement.

---

<sup>76</sup> Cours de Gestion Alternative et Assurance, Mr Geoffroy ENJOLRAS, M2 FEGR IAE Grenoble, 2019-2020.

<sup>77</sup> *Gestion Actif-Passif pour un portefeuille de produits d'épargne : Application par immunisation et par allocation d'actifs*, mémoire publié par Marie MOUKHAIBER le 10 octobre 2013.

<sup>78</sup> p. 33-37, *Journal de la Société de Statistique de Paris*, tome 134, n°2, 1993

- Déterminer le montant de fonds propres minimal nécessaire, indépendamment du montant réglementaire requis.

- Optimiser la gestion de la trésorerie.

De la même manière qu'au sein d'une banque, l'ALM requiert au sein des compagnies d'assurance-vie la coordination des directions techniques, chargées de l'élaboration des produits, des directions financières, comptables, ainsi que des directions générales.

La mise en place de l'ALM au sein d'une compagnie d'assurance-vie se traduit par la mise en place d'une stratégie de dédication, où l'on va dédier un portefeuille d'actifs ou un actif à la réplique d'un flux ou d'une suite de flux. On considère principalement 2 stratégies : l'immunisation du portefeuille, qui permet de le rendre insensible aux changements de taux, et l'appariement des flux, qui consiste à construire des portefeuilles spécifiques permettant de générer des flux successifs.

Dans l'immunisation du portefeuille, et notamment dans l'immunisation multi-périodique, l'objectif est d'obtenir une durée moyenne des investissements égale à la durée moyenne des engagements, soit une succession de flux, la durée représentant la durée de détention optimale d'un actif ou d'un portefeuille d'actifs à un instant  $t$  pour un taux d'actualisation donné. Le portefeuille est immunisé lorsque la durée de détention de l'actif est égale à sa durée.

Si cette pratique de gestion est applicable aux actifs générant des flux certains, tels que les obligations, les prêts et les titres de créances négociables, elle ne l'est pas pour les fonds de capital-investissement, qui génèrent par définition des flux financiers à des dates et à des montants inconnus jusqu'au moment d'effectuer la cession de la participation.

De plus, le mécanisme d'appel de fonds dans les véhicules d'investissement en private equity constitue une contrainte supplémentaire. Lorsque l'assureur souscrit à un fonds de PE, l'apport des montants souscrits n'est pas requis immédiatement (cf. annexe 16 et section *Principes de fonctionnement et processus d'investissement*), mais uniquement lorsque des investissements sont réalisés. Et lorsque la société de gestion procède à un appel de fonds, chaque souscripteur apporte une fraction égale du montant de l'investissement, indépendamment du montant souscrit. Ainsi, les sommes souscrites dans des fonds de PE

doivent rester disponibles à court-terme, et donc conservées en cash ou placées dans des actifs liquides, et ne sont mobilisées que de manière progressive et non connue à l'avance.

Par ailleurs, ces contraintes ALM ne concernent pas seulement la performance mais également la solvabilité, et impactent directement la santé financière des sociétés d'assurance-vie. Solvabilité 2 requérant une valorisation des actifs à leur valeur de marché, qui se traduit par le calcul de la valeur liquidative des fonds (cf. section *Norme IPEV relative à la valorisation des participations des fonds des sociétés de gestion*). Cette valeur liquidative ne reflète pas systématiquement la valeur de la participation sur le marché, et est sensible aux évènements de marché (faillite, changement de politique achat d'un donneur d'ordres, concentration de la concurrence, accaparement du marché par un nouvel acteur, etc.), et peut se traduire par des variations brusques de la valeur des participations. Ce potentiel risque supplémentaire porté par les sociétés d'assurance-vie est difficilement évaluable, et on peut imaginer qu'un montant supplémentaire de fonds propres serait requis au sein des sociétés d'assurance-vie afin de pouvoir maintenir la solvabilité de la société dans un scénario pessimiste de la performance des fonds de capital-investissement souscrit.



### C. Une manne financière non sans risques pour le Private Equity

De manière générale, l'augmentation des montants placés dans les fonds de capital-investissement représente un réel défi pour les sociétés de gestion dans la manière de déployer ce capital. Certes, il s'agit là de moyens supplémentaires pour les General Partners (GP's, sociétés de gestion en private equity) pour investir davantage. Le montant maximal investi dans une participation ne pouvant excéder 10 % de la valeur du fonds, l'augmentation du montant souscrit dans ce dernier donne les moyens aux sociétés de gestion de s'adresser vers des cibles plus grosses. Mais les conséquences ne sont pas forcément positives, tant pour les sociétés de gestion que pour l'économie en général. Ainsi, les analystes de Bain & Company rapportaient dans le Global Private Equity Report 2019, que l'année 2018 battait tous les records sur le marché du capital-transmission avec un prix des actifs qui continu d'augmenter. Cependant, le nombre d'opérations a été en recul de 13 % annuellement pour s'établir à 2 936 transactions au niveau mondial, quand la valeur totale des opérations de capital transmission grimpait de 10 % sur un an pour s'établir à 582 \$Mds<sup>79</sup>.

Par ailleurs, l'évolution des multiples de valorisation a atteint des sommets en 2019 selon l'Argos-mid-market-index, avec une valorisation moyenne de 10 fois l'EBITDA pour les transactions majoritaires dans les PME de l'Union Européenne (cf. annexe 14). Les conséquences de ces survalorisations s'illustrent notamment sur la sortie du capital des fonds de private equity lors d'opérations d'introduction en bourse, où l'on peut citer des entreprises comme Lyft, Uber ou Snapchat qui ont vu leur capitalisation boursière fortement reculer à la suite de leur introduction en bourse. Cette tendance de survalorisation peut être mise en lien avec le niveau de *dry powder* (cf. annexe 15), c'est-à-dire de montant souscrits dans les fonds par les investisseurs mais non encore appelé par les sociétés de gestion, en augmentation depuis 2014 et qui atteint un point haut en 2019 à 2 500 milliards de dollars au niveau mondial. Cette poudre sèche (*dry powder*), qui représente le cash disponible auprès des fonds et prêt à être investi, est en constante augmentation depuis 2012, tous types de fonds confondus. La part de cette poudre sèche disponible auprès des fonds datant de moins de deux ans ne cesse d'augmenter, ce qui signifie que les fonds écoulent leurs réserves de cash plus anciennes sans parvenir à réduire le montant total de ces réserves. Les gérants de fonds LBO subissent ainsi une pression croissante des souscripteurs pour investir ces montagnes de cash, ce qui mène

---

<sup>79</sup> p.36, *Key takeaways*, Global Private Equity Report 2019

à des phénomènes de survalorisation, illustrés par l'atteinte de multiples de valorisation plus élevées en private equity que sur des valeurs cotées, et par l'évolution du cours de bourse d'entreprises portées par des acteurs du private equity jusqu'à leur introduction sur un marché. Par exemple, la société cotée Lyft, une entreprise américaine développant et exploitant une plateforme de véhicules de transport avec chauffeur (VTC), a été introduite en bourse sur une base de valorisation de 24,3 milliards de dollars, soit 78,3 dollars par action<sup>80</sup>. Au 31 janvier 2020, l'action était valorisée 47,5 dollars, soit une baisse de la capitalisation boursière de 39 %, moins d'un an après avoir été introduite en bourse. On peut également citer l'exemple de l'entreprise de gestion d'espaces de coworking WeWork, valorisée 47 milliards de dollars en septembre 2019, puis 8 milliards de dollars à fin octobre de la même année après avoir renoncé à son introduction en bourse<sup>81</sup>.

Par conséquent, l'ouverture du private equity aux contrats en unité de compte des sociétés d'assurance-vie risque d'avoir deux impacts majeurs pour le private equity. Le montant des encours de l'assurance-vie représentent une potentielle manne d'investissements importante, qui ne sera pas dirigée de manière égale entre les différentes branches du capital-investissement. Le décryptage de ces branches nous a permis d'identifier la tendance qui veut que les souscripteurs disposant des encours les plus importants investissent avant tout dans les fonds de capital transmission, les fonds composant les autres branches du capital-investissement n'étant pas adaptés à recevoir individuellement plusieurs centaines de millions d'euros. Cette situation a pour conséquence un gonflement des multiples de valorisation et donc une augmentation de l'endettement qui fait peser un risque financier plus élevé sur l'entreprise cible, en venant absorber une plus grande quantité de cash pour rembourser la dette de l'opération. Cette situation peut à terme détruire de la valeur, car la hausse de l'endettement, nécessaire pour garantir de la rentabilité grâce à l'effet levier, risque de venir étouffer les entreprises cibles en absorbant la totalité de leur cash. Les assureurs vie, évalués sur la performance de leurs rendements par leurs clients, recherchent par définition un couple rendement par rapport au risque maximisé, qu'ils trouveront dans le capital transmission, dans les plus gros fonds *venture* et le capital développement, ainsi que dans les fonds dédiés aux infrastructures et à l'immobilier, qui sollicitent des tickets d'investissement élevés. Il ne

---

<sup>80</sup> Introduction en bourse : Lyft valorisé 24,3 milliards de dollars, publié sur [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) le 29/03/2019

<sup>81</sup> Après WeWork, la fin des valorisations excessives ?, publié par Sylvain Rolland sur [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) le 26/12/2019

fait dès lors aucun doute que les assureurs-vie se tourneront majoritairement vers ce type d'investissement, au risque de contribuer à la tendance de surinvestissement dans les opérations de transmission, en faisant augmenter le risque de faillite des entreprises financées, et en ne contribuant pas au financement des fonds de plus petite taille qui investissent dans des startups et PME locales.

Nous pouvons ici citer l'exemple de Generali France qui a lancé, en collaboration avec sa société de gestion Generali Investments, le fonds GF Infrastructures Durables (Code ISIN : FR0013473667), investi dans des projets d'infrastructure européennes existantes ou à construire, dans le domaine « des infrastructures sociales, de l'électricité et des énergies renouvelables, de l'environnement, du transport et des télécommunications »<sup>82</sup>. L'objectif de l'assureur est de contribuer à réinventer l'assurance-vie « en proposant davantage de solutions de diversification », d'après les mots d'Alessandra Gaudio, directrice des solutions patrimoniales chez Generali France<sup>83</sup>, afin de répondre à la baisse durable des rendements des fonds en euros. L'assureur d'origine italienne envisage également de lancer des fonds investis en dette privée et en private equity afin d'élargir le champs des possibilités pour ses assurés-vie.

---

<sup>82</sup> Assurance-vie : Generali passe la vitesse supérieure sur les actifs réels, publié par Carole Molé Genlis sur [www.gestiondefortune.com](http://www.gestiondefortune.com) le 23/06/2020

<sup>83</sup> Assurance-vie : Generali passe la vitesse supérieure sur les actifs réels, publié par Carole Molé Genlis sur [www.gestiondefortune.com](http://www.gestiondefortune.com) le 23/06/2020

#### D. La réglementation, facilitatrice du rapprochement entre les deux acteurs

Pour les sociétés de capital-investissement, la directive MIF 2 et le règlement MIFIR obligent les sociétés de gestion à faire preuve d'une transparence sans failles vis-à-vis de leurs souscripteurs, tant dans leurs stratégies que dans leurs modes de fonctionnement et dans les informations obtenus sur les sociétés en portefeuille. Ces obligations poussent au rapprochement et à la communication bienveillante des sociétés de gestion vis-à-vis de leurs clients, sans pour autant que ceux-ci s'immiscent dans la gestion de la société de gestion. Pour les assurances-vie, on retrouve des normes similaires dans le Code des Assurances, notamment depuis l'entrée en vigueur de la loi Pacte, qui renforce les obligations d'information précontractuelles lors de la commercialisation de contrats d'assurance-vie en unités de comptes, en ciblant notamment le sujet des frais de gestion. De ce fait, l'assureur devra être capable de communiquer d'une part l'ensemble des frais relatifs à sa propre gestion des contrats d'assurance-vie en unités de compte, et d'autre part les frais de gestion issus de chaque fonds dans lesquels sont investis les en-cours. Les dispositions prises par l'AMF devraient faciliter ce travail. Cependant, on peut noter que si la transparence ne sera pas une option dans l'ouverture de l'assurance-vie au capital-investissement, le montant des frais de gestion de ces contrats risquent d'être relativement élevés. En 2018, la moyenne des frais de gestion pratiqués par les fonds d'investissement étatsuniens dans le non coté était de 1,97 % de l'actif sous gestion (hors mécanismes de partage des plus-values), contre une moyenne de 1,75 % pour leurs homologues européens<sup>84</sup>. A ces frais, il faut ajouter les frais d'entrée et les frais de sortie des fonds. De ce fait, nous pouvons envisager qu'il s'agit là d'un argument supplémentaire des assureurs-vie pour se tourner vers des fonds plus performants et pouvant accueillir des sommes plus importantes, afin de diluer au maximum une partie de ces coûts fixes (frais d'entrée et de sortie).

---

<sup>84</sup> *Les fonds d'investissement font flamber leurs commissions*, publié par Anne Drif sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 25/07/2018

## E. Conclusion

Pour les sociétés de capital-investissement, l'arrivée de l'assurance vie en tant que souscripteurs semble être partagée entre différents avantages et inconvénients. Il s'agit d'une opportunité de lever des sommes plus importantes dans les fonds et placer des tickets plus importants, permettant de financer un plus grand nombre d'opérations ou des opérations plus importantes en valeur. Par ailleurs, l'arrivée de ce souscripteur connu du grand public va apporter un vent de communication bénéfique au capital-investissement, qui pourrait bénéficier de son entrée dans le monde de l'épargne pour renforcer sa position de financeur de l'économie réelle. De plus, les tendances montantes de l'investissement local et responsable sont des opportunités pour le private equity de devenir le financeur de l'économie de demain, responsable au niveau sociétal et environnemental. Cependant, la manne financière de l'assurance-vie risque de se tourner vers les plus gros acteurs du capital investissement, qui subissent déjà une situation de surliquidité entraînant une frénésie sur la valorisation de grandes entreprises non-cotées et de startups prometteuses. De cette manière, l'arrivée de l'assurance-vie se traduirait par une pression supplémentaire sur les gérants pour investir davantage, et aggraverait la potentielle bulle qui semble s'emparer des plus gros deals dans le non-coté.

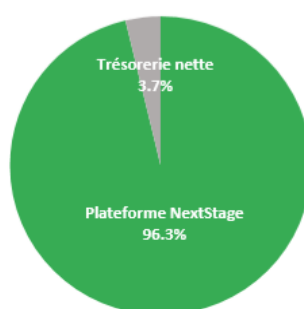
Au niveau réglementaire, les assureurs-vie, en s'ouvrant au capital-investissement, s'orientent vers une classe d'actif comportant des risques importants, notamment en ce qui concerne les risques liés à la valorisation des fonds, à leur illiquidité et au risque de perte en capital. Il sera dès lors nécessaire pour conserver le niveau de solvabilité des assureurs d'augmenter leur niveau de fonds propres requis en fonction du poids des investissements en private equity dans leur actif. Par ailleurs, les mécanismes d'appel de fonds des véhicules de capital investissement et leur horizon d'investissement à long terme en font une classe d'actif dont la présence ne sera que partielle dans les contrats d'assurance-vie. Si des solutions ont déjà été trouvées pour palier à certains risques, comme la possibilité pour les assureurs-vie de remise des titres dans le cas du rachat avant sa date d'échéance d'un contrat investi dans du private equity, permettant de réduire le risque de liquidité porté par les assureurs-vie, certaines compagnies ont décidé d'innover au moyen de mécanismes financiers existant, à l'instar de la société de private equity NextStage Asset Management et de son fonds de private equity destiné aux contrats d'assurance-vie NextStage Croissance.

Chapitre IV - Etude de cas : le fonds de capital-  
investissement NextStage Croissance, dédié aux  
contrats d'assurance-vie

## A. Contexte

La société de capital-développement NextStage Asset Management a été agréée par l'AMF en 2002. Ayant adopté dès ses débuts la particularité de s'adresser à la fois à des investisseurs particuliers et à investisseurs professionnels pour collecter des fonds, NextStage AM souhaite ouvrir sa collecte aux assureurs-vie. Cependant, la problématique d'illiquidité spécifique aux fonds d'investissements dans le non-coté représente un point bloquant pour les assureurs-vie, les empêchant de garantir le rachat des contrats d'assurance-vie de leurs clients. En 2015, la société de gestion décide de créer une holding d'investissement cotée en bourse, dans le compartiment B d'Euronext Paris. Elle utilise cette holding pour investir dans des sociétés non cotées, ce qui permet de créer de la liquidité au niveau de la holding. Mais si ce mécanisme permet de créer de la liquidité sur les entreprises non cotées sous-jacentes, celle-ci reste limitée. Par exemple, on observe une absence d'échanges de titres entre le 7 mai et le 1<sup>er</sup> juin 2020, selon les données Boursorama. C'est l'arrivée de la possibilité de remise des participations en titres pour les assureurs-vie qui permettra d'enclencher le rapprochement avec les sociétés de gestion. Ainsi, en juillet 2016, Axa souhaite se positionner en proposant des unités de compte investies dans le non coté. En collaboration avec NextStage AM est alors lancé le fonds NextStage Croissance (Code ISIN : FR0013202108). Initialement doté de 40 M€, et commercialisé dans un premier temps de manière exclusive dans les contrats Axa Gestion Privée et Axa Thema, il présente la particularité d'être investi de 90 à 95% dans la plateforme d'investissement cotée NextStage (NEXTS, code ISIN : FR0012789386). La partie restante de l'actif de NextStage Croissance est du cash conservé en trésorerie, pour couvrir les rachats de part éventuels et autres opérations de gestion courante.

### Composition de l'ANR (Actif Net Réévalué) de NextStage Croissance (UC)



**Actif Net Réévalué : 34.8m€**  
(après neutralisation des actions B)

Au 15 mai 2020, l'actif net réévalué (ANR) de NextStage Croissance est composé de 96.3% d'actions ordinaires de NextStage, la plateforme d'investissement cotée sur Euronext. La trésorerie représente un total de 3.7% et permet d'assurer la gestion courante de NextStage Croissance.

Source : Reporting bi-mensuel NextStage Croissance au 15 mai 2020

NextStage permet à différents investisseurs d'accéder à de l'investissement dans des entreprises non cotées sans être confronté aux problématiques d'immobilisation des fonds et d'illiquidité des participations présentes dans le capital-investissement traditionnel. Cependant, il est nécessaire de se pencher sur le fonctionnement et la stratégie de cette société afin de comprendre ce qui la différencie d'une société de capital-investissement traditionnelle, afin de déterminer la mesure dans laquelle ce mécanisme innovant bénéficie aux différents acteurs en présence.

### B. Stratégie d'investissement

La stratégie d'investissement de NextStage est de prendre des participations majoritaires ou minoritaires dans des PME et ETI européennes de secteurs traditionnels ou innovants, avec des activités variées en portefeuille telles que la location de bateaux de plaisance, l'éducation en ligne, ou encore la distribution de verre plat. Avec pour objectif d'investir des tickets cible compris entre 7 et 40 millions d'euros, la plateforme d'investissement se caractérise par une politique d'interventions « réalisés en fonds propres avec peu ou pas d'effet de levier »<sup>85</sup>. Elle ne fixe pas d'horizon de sortie à ses participations. Au 15 mai 2020, elle compte 19 participations (cf. annexe 19 - Participations de NextStage).

### C. Actionnariat

La composition de l'actionnariat de NextStage comprend plusieurs acteurs de prestige, tels que le géant de la gestion d'actifs Amundi Asset Management, la famille Pinault via la société de prises de participations Temaris, la famille Bettencourt via la société de prises de participations Tethys, ou encore la branche Assurance-vie d'Axa France (cf. annexe 21 - actionnariat de NextStage). La part flottante de son actionnariat est de 19,64%, et la part du fonds NextStage Croissance est de 11,4%.

---

<sup>85</sup> NextStage : Poursuite du développement de NextStage Croissance Acquisition par NextStage Croissance d'actions NextStage, [www.zonebourse.com](http://www.zonebourse.com), consulté le 23/06/2020



#### D. Fonctionnement et particularités

Lorsqu'un souscripteur du fonds NextStage Croissance, ou un actionnaire de NextStage, souhaite augmenter sa participation dans la société cotée NextStage, il manifeste son intention d'investir au cours d'une période de collecte de fonds. La société NextStage procède alors à une augmentation de capital, comme par exemple en juillet 2019, lorsqu'elle a levé 22,4 millions d'euros afin de faire rentrer de nouveaux actionnaires<sup>86</sup>. Les sommes récoltées sont ensuite conservées en trésorerie le temps de réaliser les investissements. De ce fait, NextStage Croissance est ouvert en permanence à la souscription. A l'inverse, dans le cas de la cession d'une ou plusieurs participations, les bénéfices réalisés sont répartis entre la mise en réserve et la distribution aux actionnaires.

Dans le cas d'une demande de rachat de la part d'un souscripteur de NextStage Croissance, le mécanisme de remise de titre oblige la société de gestion à garantir la liquidité des parts, et se voit ainsi obliger de racheter les parts du souscripteur. Ainsi, le risque de liquidité est transféré de l'assureur-vie vers la société de gestion, cette dernière devant par conséquent conserver un certain montant en trésorerie afin de couvrir ce type d'opérations. Cependant, le règlement de NextStage Croissance précise que les demandes de rachats pourront être refusées ou partiellement honorées en cas de liquidités insuffisantes dans le fonds pouvant entraîner un « problème règlementaire, juridique et/ou fiscal à NextStage Croissance » ou qui pourrait entraîner une baisse du montant des capitaux propres minimaux requis en dessous du seuil règlementaire.

En ce qui concerne la valorisation, la valeur de l'actif de la plateforme cotée NextStage est essentiellement constituée de son actif net réévalué (ANR), soit la valorisation de ses parts dans les différentes sociétés investies, qu'elle évalue et communique sur une base trimestrielle. La valeur liquidative du fonds NextStage Croissance est donc fortement corrélée à la valeur des titres de NextStage, eux-mêmes fonction de la valeur de l'actif net réévalué et des tendances de l'actionnariat. Par ailleurs, si le fait d'être coté exige la plus grande transparence de la part de NextStage, se traduisant par le calcul de la valorisation de chaque participation à la fin de chaque trimestre, l'ouverture aux contrats d'assurance-vie nécessite

---

<sup>86</sup> CP – NextStage lance un placement privé par émission d'actions pour un montant minimum de 20 M€, publié le 24/07/2019 sur [www.nextstage.com](http://www.nextstage.com)

de calculer la valeur liquidative de NextStage Croissance, et donc la valeur des participations de NextStage, à un rythme mensuel.

Enfin, la plateforme NextStage prélève des frais annuels correspondant à 1,25% du montant sous gestion, auxquels il faut ajouter les frais annuels de 1,1% du fonds NextStage Croissance.

#### E. Performances

Au 1<sup>er</sup> trimestre 2020, NextStage annonçait dans un communiqué le recul de son ANR à 220,3 millions d'euros<sup>87</sup>, soit un recul de 15,4% par rapport à l'ANR calculé au 31 décembre 2019, du fait de l'impact Covid-19 envisagé sur ses participations, ce qui a eu un impact direct sur la valeur liquidative de NextStage Croissance (cf. annexe 22 - Evolution de la valeur liquidative de NextStage Croissance). La performance de NextStage Croissance depuis son lancement est pour l'instant négative (- 14,03 %). Cependant, il faut garder à l'esprit que, de la même manière que pour les fonds d'investissement traditionnels, la performance se calcule une fois la participation cédée.

#### F. Conclusion

Si le système de cotation de la société détentrice des participations ne résout que partiellement la problématique de la liquidité, il permet de garantir une libre entrée et sortie aux souscripteurs de contrats d'assurance-vie investis dans Next Stage Croissance. Par ailleurs, ce fonds d'investissement se différencie des fonds de capital-investissement traditionnels par son absence de contrainte de temps en termes de durée de placement, ce qui représente un avantage considérable pour les assureurs-vie, qui n'auront dès lors plus à intégrer dans leur gestion actif-passif le risque de demande de rachat de parts.

---

<sup>87</sup> NextStage annonce son Actif Net Réévalué au 31 mars 2020 - Communiqué de presse.

## Conclusion

La loi Pacte vient s'inscrire dans la continuité des dispositions prises visant à l'orientation de l'épargne vers l'économie réelle, donnant suite aux contrats d'assurance-vie euro croissance introduits en 2014, orientés vers le financement des entreprises, et à la loi Macron de 2015 ouvrant la possibilité aux contrats d'assurance-vie de réaliser des investissements en private equity. Si ces mesures se sont heurtées à la réticence des épargnants à engager leur épargne sur des actifs risqués, les assureurs prennent aujourd'hui les devants pour faciliter l'investissement dans cette nouvelle classe d'actifs. En effet, le private equity apporte une diversification nécessaire aux fonds en euros et des possibilités multiples pour les assureurs-vie. Si les risques d'illiquidité des parts et liés à la valorisation, portés par les souscripteurs des fonds de capital-investissement, représentent encore aujourd'hui un frein à l'adoption de cette classe d'actifs par les assureurs-vie, la pression croissante subie par ces derniers du fait de la baisse du rendement du marché obligataire et les innovations financières qui se multiplient pour les accueillir au sein des fonds d'investissement de manière sécurisée illustrent tant la nécessité pour les assureurs-vie que la capacité de ces deux acteurs à se rapprocher pour mieux financer l'économie.

Bien que les assureurs-vie risquent de se tourner essentiellement vers les fonds investis dans les infrastructures, l'immobilier, ainsi que les mastodontes du *venture* et du capital transmission, ce qui accentuerait la menace de bulle de survalorisation qui plane sur le secteur, le capital-investissement représente une réelle opportunité de diversification pour aller chercher de nouvelles sources de rendement, ainsi que le moyen de réinventer la place de ce produit phare dans le financement de l'économie. Ainsi, l'existence de fonds régionaux *venture* et de capital développement est une opportunité pour les assureurs-vie de répondre à une demande croissante des épargnants d'investir localement, demande accentuée par la crise liée au Covid-19, ainsi que d'investir selon des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance.

# Bibliographie

## **Références :**

### **Presse (papier et numérique) :**

- Les Echos
- Le Monde
- Le Figaro
- La Tribune

### **Données comptables et financières :**

- Yahoo Finance
- Boursorama
- Zonebourse
- Morning star

### **Données statistiques :**

- INSEE
- Prequin
- Invest Europe
- France Invest
- Bain & Company
- Xerfi France
- Statista

### **Information spécialisée :**

- Banque de France
- Fédération Française des Assurances
- AGEFI
- Senat

- Gestion de fortune
- Economie.gouv.fr
- Autorité des marchés financiers

### **Rapports de gestion de fonds :**

- ECHIQUIER AGENOR SRI MID CAP EUROPE
- Moneta Multi Caps
- SÉCURITÉ PIERRE EURO
- EURO ALLOCATION LONG TERME2
- SURAVENIR OPPORTUNITÉS
- NextStage Croissance

### **Articles, publications et rapports (par ordre d'apparence) :**

- *Contrat d'assurance-vie : souscription*, publié et vérifié le 29 novembre 2019 sur [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr)
- *Contrat d'assurance-vie : fonctionnement*, [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr), consulté le 27/04/2020
- *Gestion des unités de compte*, assurance-vie.ooreka.fr, consulté le 27/04/2020
- *Fonds en euros*, [www.placement.meilleurtaux.com](http://www.placement.meilleurtaux.com), consulté le 21/05/2020
- *Euro Allocation Long Terme 2*, [www.bienprevoir.fr](http://www.bienprevoir.fr) consulté le 21/05/2020
- *H2O MULTIBONDS R (C)*, funds360.euronext.com consulté le 21/05/2020
- *Solvabilité 2 enfin expliquée clairement*, publié sur [www.argusdelassurance.com](http://www.argusdelassurance.com) le 15/06/2012
- *Assurons l'avenir de l'assurance*, [www.senat.fr](http://www.senat.fr), consulté le 09/05/20
- *Pilier 1 : Les exigences quantitatives*, publié sur <https://acpr.banque-france.fr> le 19/03/2019
- *Pilier 2 : Les exigences qualitatives*, publié sur <https://acpr.banque-france.fr> le 19/03/2019
- *Calcul des provisions techniques vie*, cours de CEA 1<sup>ère</sup> année, publié sur [www.institutdesactuaires.com](http://www.institutdesactuaires.com)
- *Assurance-vie : quelle fiscalité avant 8 ans ?*, [www.heritage-succession.com](http://www.heritage-succession.com), consulté le 17/06/2020
- *Comment sont imposés les revenus d'un contrat d'assurance-vie ?*, vérifié le 1<sup>er</sup> janvier 2020. [www.service-public.fr](http://www.service-public.fr) le 12/05/2017
- *Assurance-vie : Collecte nette négative en mars 2020*, publié le 29/04/2020 sur [www.ffa-assurance.fr](http://www.ffa-assurance.fr)
- *Epargne : nouveau record pour les encours du Livret A et du LDDS*, publié par Raphaël Bloch sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 21 janvier 2020

- *Épargne : avec un taux de 1 %, le PEL redevient attractif*, publié par Edouard Lederer sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 16/01/2020
- *Épargne salariale : un encours historique*, publié le 14/11/2019 sur [www.boursorama.com](http://www.boursorama.com)
- *PEA, une croissance poussive* - Cercle de l'Épargne, publié sur [cercledelepargne.com](http://cercledelepargne.com) le 14 janvier 2019
- *Marché européen : 2ème marché mondial de l'assurance*, publié le 18 novembre 2019 sur [www.ffa-assurance.fr](http://www.ffa-assurance.fr)
- *Europe : à chacun son assurance-vie*, publié par Vittoria De Bagnolo sur [www.argusdelassurance.com](http://www.argusdelassurance.com) le 27 février 2009
- *Classement des principaux pays par primes d'assurance-vie souscrites dans le monde*, Statista.com, consulté le 02/05/2020
- *Les Français et l'épargne, une histoire compliquée*, publié par Joël Morio sur [www.lemonde.fr](http://www.lemonde.fr) le 2 avril 2019.
- *Le marché américain de l'assurance-vie et maladie*, publié sur [www.atlas-mag.net](http://www.atlas-mag.net) le 10/04/2019
- *L'assurance-vie au Japon*, publié par Takafumi OTSU (Directeur des Assurances au Ministère des Finances de Tokyo) en 1989.
- *Assurance-vie : vers des rendements catastrophiques pour les fonds en euros?*, publié le Henri Réau le 03/12/2019 sur [Le Revenu.com](http://LeRevenu.com)
- Taux souverains zone Europe – Boursorama – consulté le 19/04/20
- *Les taux bas : quelles causes et quels effets pour la France ?*, extrait du discours de François Villeroy de Galhau, publié le 09/01/2020 sur [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr)
- *Suravenir Opportunités*, Rapport de gestion au 30 septembre 2019.
- *Euro Allocation Long Terme 2*, [www.bienprevoir.fr](http://www.bienprevoir.fr) consulté le 21/05/2020
- Sécurité Pierre Euro, Rapport de gestion au 31 décembre 2018
- Mutuelle d'Assurance du Corps de Santé Français
- Performances 2019 des supports en unités de compte MACSF, publié le 15/01/2020 sur [www.mascf.fr](http://www.mascf.fr)
- Echiquier Agenor SRI Mid Cap Europe, [www.mascf.fr](http://www.mascf.fr), consulté le 23/05/2020
- Carmignac Patrimoine, [www.mascf.fr](http://www.mascf.fr), consulté le 23/05/2020
- *En Allemagne, le contrôle des assureurs vie se resserre*, publié par Nathalie Steiwer sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 20/11/2019
- « Run-Off », *En Allemagne, le contrôle des assureurs vie se resserre*, publié par Nathalie Steiwer sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 20/11/2019
- *Comment les assureurs-vie japonais domptent les taux bas depuis 20 ans*, publié par Yann Rousseau sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 20/11/2019
- *Les assureurs vie sous la pression des taux bas*, publié par Juliette Raynal sur [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) le 30/12/2019

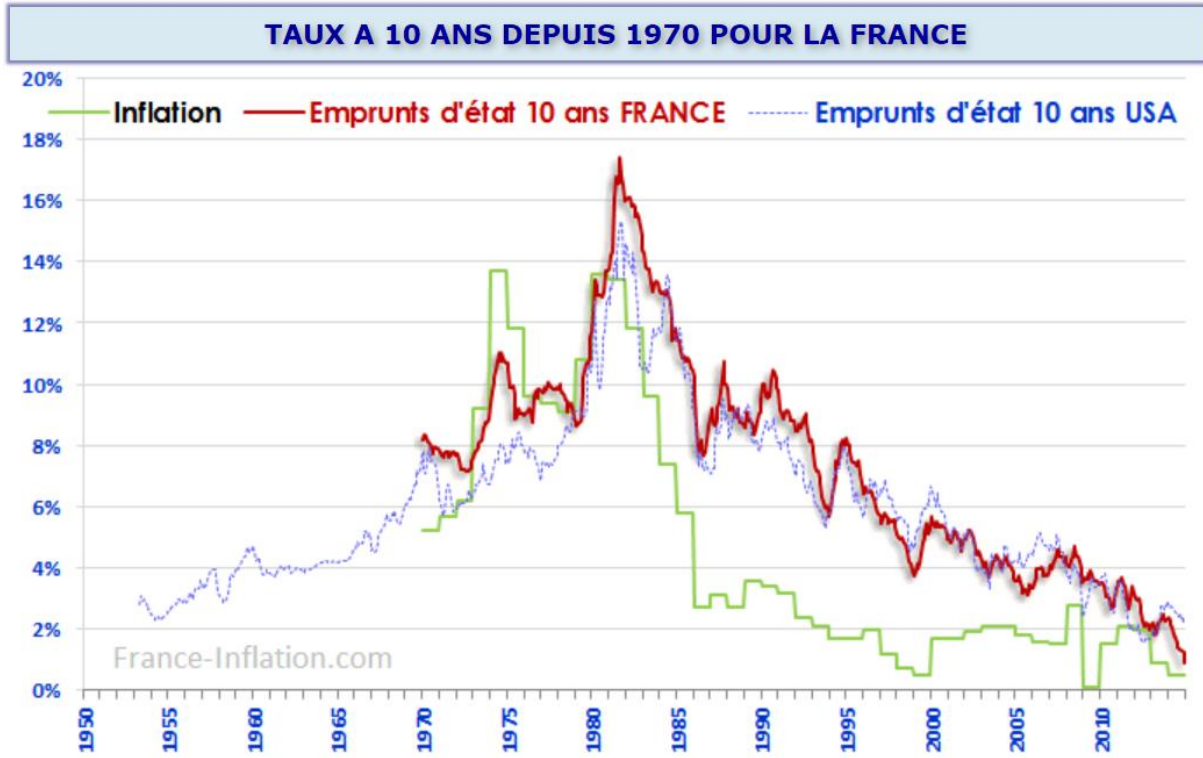
- *Fonds en euros : Une baisse sévère des rendements attendue en 2019*, publié sur [www.agefiactifs.com](http://www.agefiactifs.com) le 19/07/2019
- *Comment les assureurs vie s'organisent-ils face à aux taux bas du fonds euros ?*, publié par Théophile Robert sur [www.assurland.com](http://www.assurland.com) le 23/02/2020
- *Répartition des levées de fonds par souscripteurs en 2018*, Rapport 2018 France Invest
- *Découvrez le capital-investissement*, [www.franceinvest.eu](http://www.franceinvest.eu), consulté le 24/05/20
- *Le private equity européen en pleine forme*, [www.boursorama.com](http://www.boursorama.com), publié le 15/05/2019
- *All Private Equity - Fundraising geographic breakdown*, Investing in Europe: Private Equity activity 2019.
- *Global Private Equity Report 2019*, publié par Bain & Company
- *Performance nette des acteurs français du capital-investissement à fin 2018*, publié par France Invest et EY le 27 juin 2019
- *Le capital-investissement*, publié par Xerfi France en décembre 2019.
- *Global pension statistics*, [www.oecd.org](http://www.oecd.org), consulté le 14/06/2020
- *Leading global sovereign wealth funds 2019, by managed assets*, [www.statista.com](http://www.statista.com), consulté le 14/06/2020
- *Assets of insurance companies worldwide 2002-2018*, [www.statista.com](http://www.statista.com), consulté le 14/06/2020
- *Chiffres clés 2018 de la gestion d'actifs - Les fonds propres des sociétés de gestion*, publié le 11 décembre 2019 sur [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)
- *Le #PACTE expliqué en 1 min 30*, [www.pacte-entreprises.gouv.fr](http://www.pacte-entreprises.gouv.fr), consulté le 27/05/2020
- *Où trouver les chiffres clés des PME ?*, [www.economie.gouv.fr](http://www.economie.gouv.fr), consulté le 27/05/2020
- *Mise en œuvre de la loi PACTE : assurance-vie et private equity*, publié par Jérôme Sutour et Laurent Mion dans Option Finance le 28 novembre 2019
- *Les fonds eurocroissance : fonctionnement et fiscalité*, publié par Benoit Léty sur [www.moneyvox.fr](http://www.moneyvox.fr) le 26 février 2020
- *Gestion Actif-Passif pour un portefeuille de produits d'épargne : Application par immunisation et par allocation d'actifs*, mémoire publié par Marie MOUKHAIBER le 10 octobre 2013.
- *Journal de la Société de Statistique de Paris*, tome 134, n°2, 1993
- *Introduction en bourse : Lyft valorisé 24,3 milliards de dollars*, publié sur [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) le 29/03/2019
- *Après WeWork, la fin des valorisations excessives ?*, publié par Sylvain Rolland sur [www.latribune.fr](http://www.latribune.fr) le 26/12/2019
- *Assurance-vie : Generali passe la vitesse supérieure sur les actifs réels*, publié par Carole Molé Genlis sur [www.gestiondefortune.com](http://www.gestiondefortune.com) le 23/06/2020



- *Les fonds d'investissement font flamber leurs commissions*, publié par Anne Drif sur [www.lesechos.fr](http://www.lesechos.fr) le 25/07/2018
- *Assurance-vie : Axa crée le premier fonds en private equity «loi Macron»*, publié le 05/07/2020 sur [www.gestiondefortune.com](http://www.gestiondefortune.com)
- *NextStage : Poursuite du développement de NextStage Croissance Acquisition par NextStage Croissance d'actions NextStage*, [www.zonebourse.com](http://www.zonebourse.com), consulté le 23/06/2020
- *Document d'information clé*, NextStage Croissance, produit le 1<sup>er</sup> janvier 2018

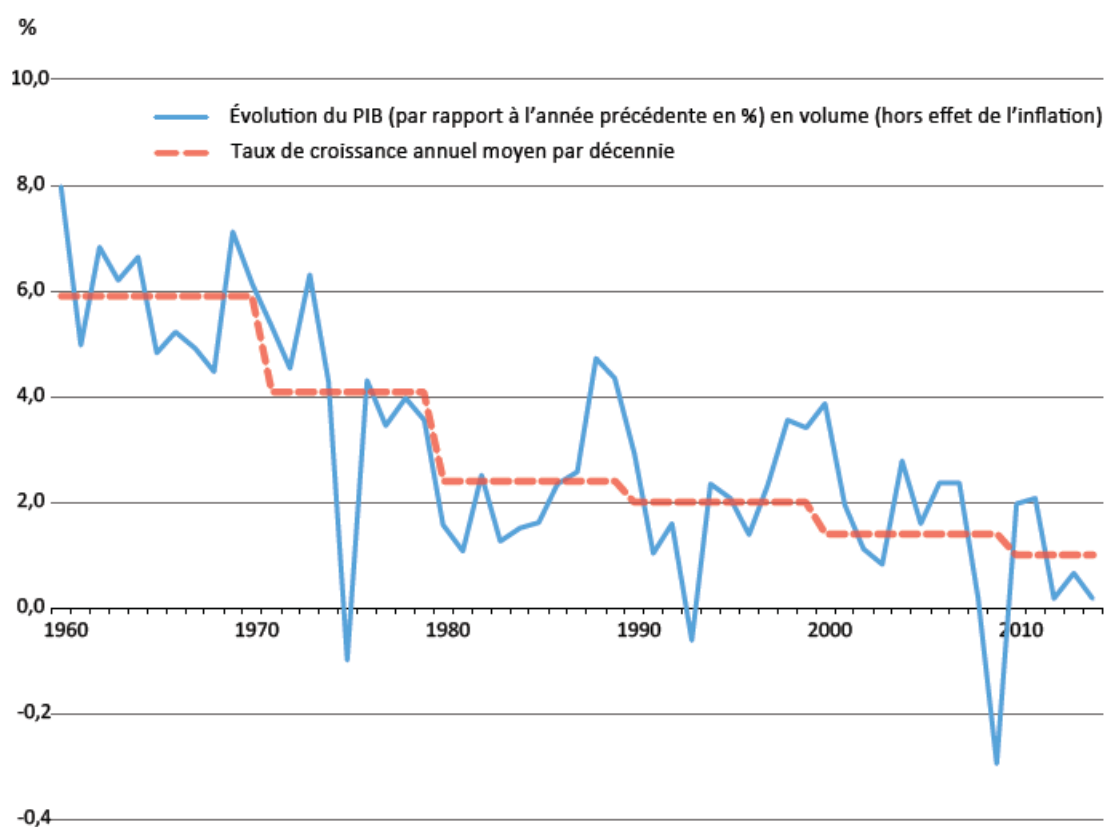
# Annexes

Annexe 1 – Evolution des taux à 10 ans en France et aux Etats Unis



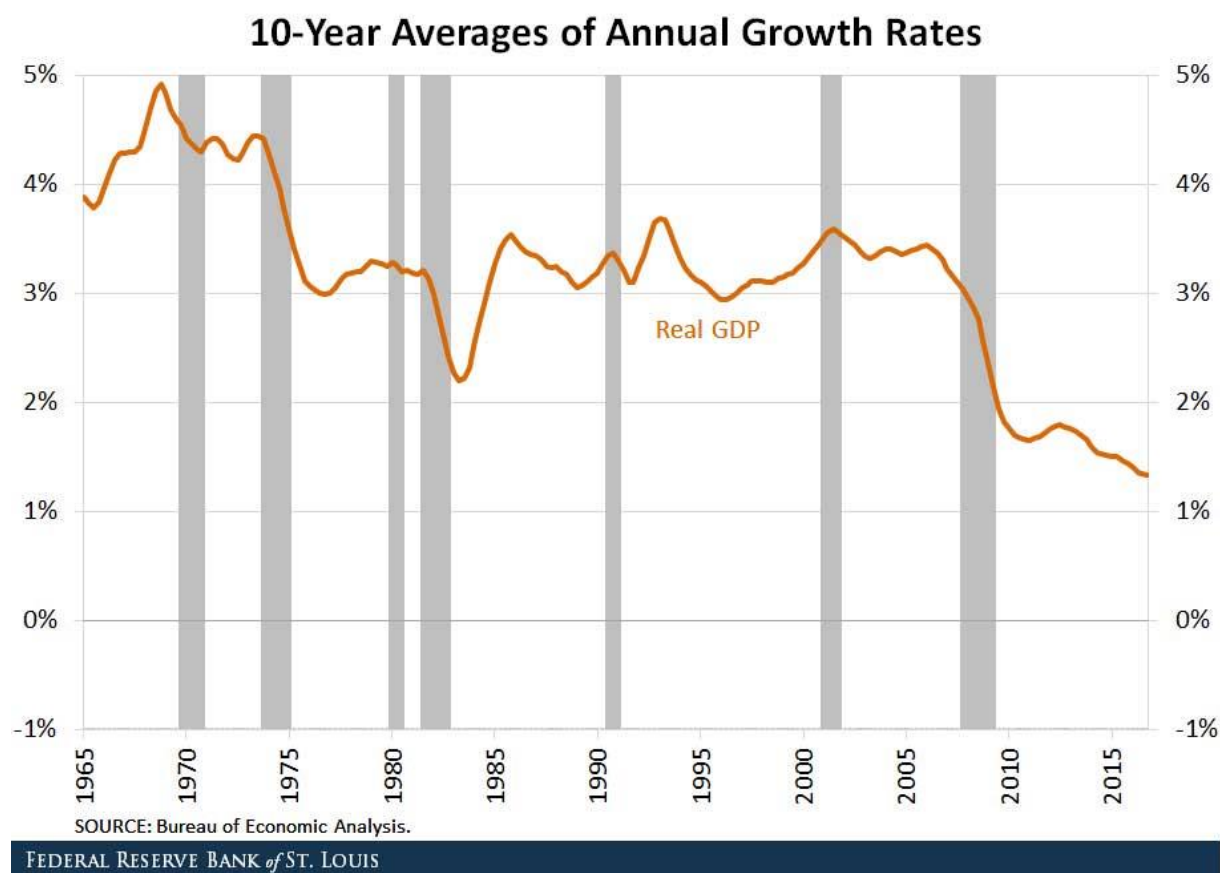
Source : France-inflation.com, consulté le 20/05/2020

## Annexe 2 – Evolution du taux de croissance du PIB français



Source : Insee, comptes nationaux, base 2010.

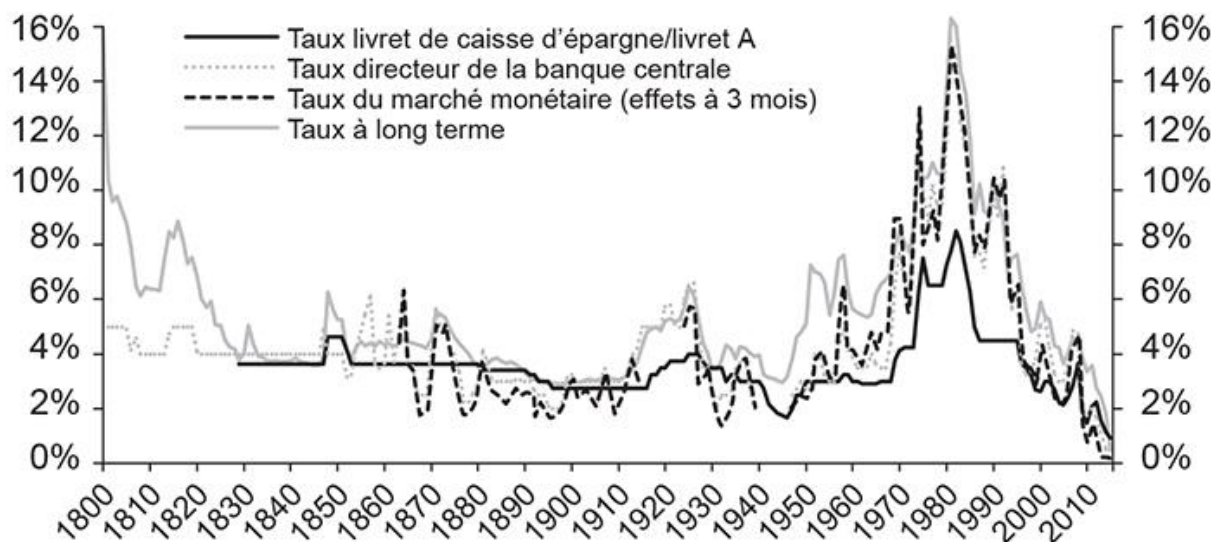
### Annexe 3 – Evolution du taux de croissance du PIB des Etats Unis



Note : La Federal Reserv Bank of St Louis est l'une des 12 banques de réserve régionales des Etats Unis, constituant, avec le Conseil des gouverneurs de Washington, la banque centrale des Etats Unis (FED)<sup>88</sup>.

<sup>88</sup> Federal Reserve Bank of St Louis, Wikipédia.fr

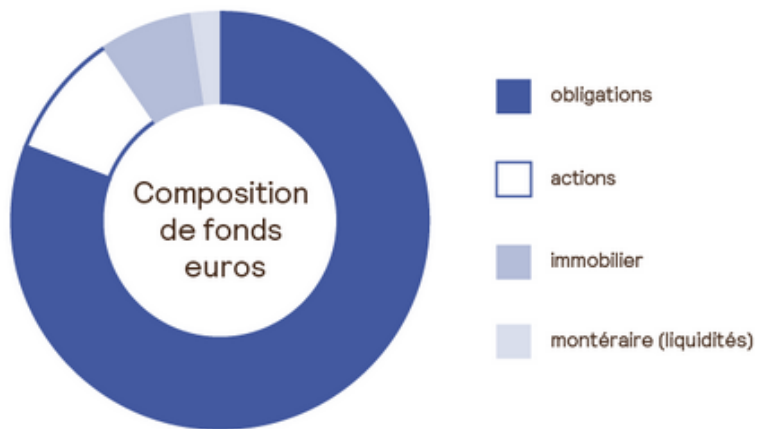
#### Annexe 4 – Evolution des taux d'intérêts nominaux en France



Source : *Les taux d'intérêt en France : une perspective historique*, article publié par Vivien Levy-Garboua et Eric Monnet sur [www.aef.asso.fr](http://www.aef.asso.fr) (Association d'Economie Financière).

## Annexe 5 – Composition des fonds en euros

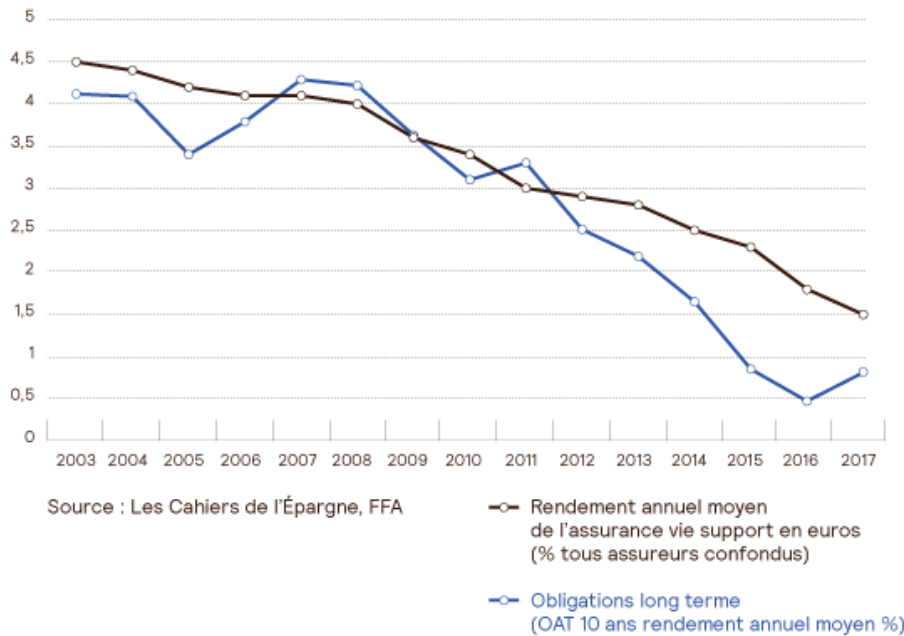
### Exemple de composition d'un fonds euros



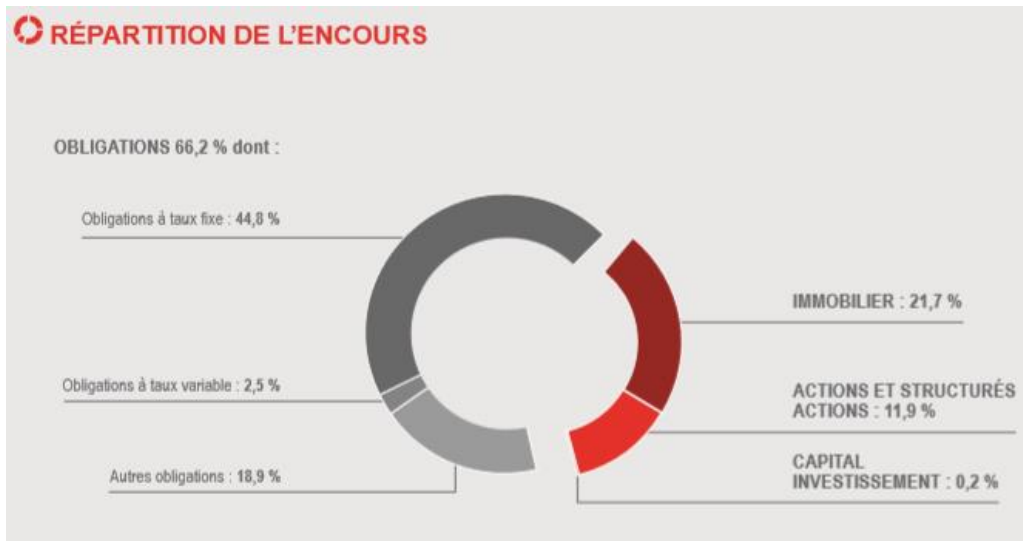
Source : *Qu'est-ce que le fonds en euros ?*, [www.ag2ramondiale.fr](http://www.ag2ramondiale.fr)

## Annexe 6 – Evolution du rendement des fonds en euros et des obligations entre 2003 et 2017

### Évolution du rendement des fonds en euros et des obligations entre 2003 et 2017 (%)



## Annexe 7 – Répartition de l'encours 2019 du fonds en euros Suravenir Opportunités

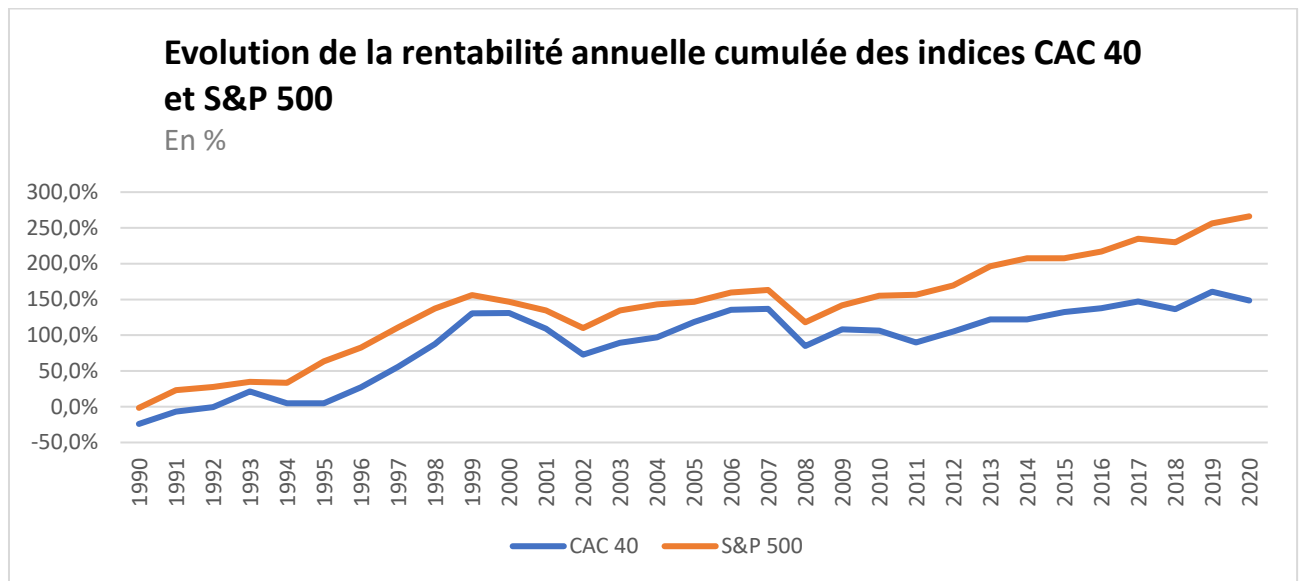


Source : Suravenir Opportunités, Rapport de gestion au 30 septembre 2019.

[https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=2ahUKEwjctt zgwMTpAhWjxoUKHa-YCRsQFjADegQIBBAB&url=https%3A%2F%2Fwww.suravenir.fr%2Fwp-content%2Fuploads%2F2019%2F11%2FRapport-de-gestion-Opportunit%25C3%25A9s-au-30.09.2019-3818-30-10.2019.pdf&usg=AOvVaw1OAe5RmvT3h\\_7RsiZ3zQL2](https://www.google.com/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=4&ved=2ahUKEwjctt zgwMTpAhWjxoUKHa-YCRsQFjADegQIBBAB&url=https%3A%2F%2Fwww.suravenir.fr%2Fwp-content%2Fuploads%2F2019%2F11%2FRapport-de-gestion-Opportunit%25C3%25A9s-au-30.09.2019-3818-30-10.2019.pdf&usg=AOvVaw1OAe5RmvT3h_7RsiZ3zQL2)



## Annexe 8 - Evolution du rendement cumulé des indices CAC40 et S&P500

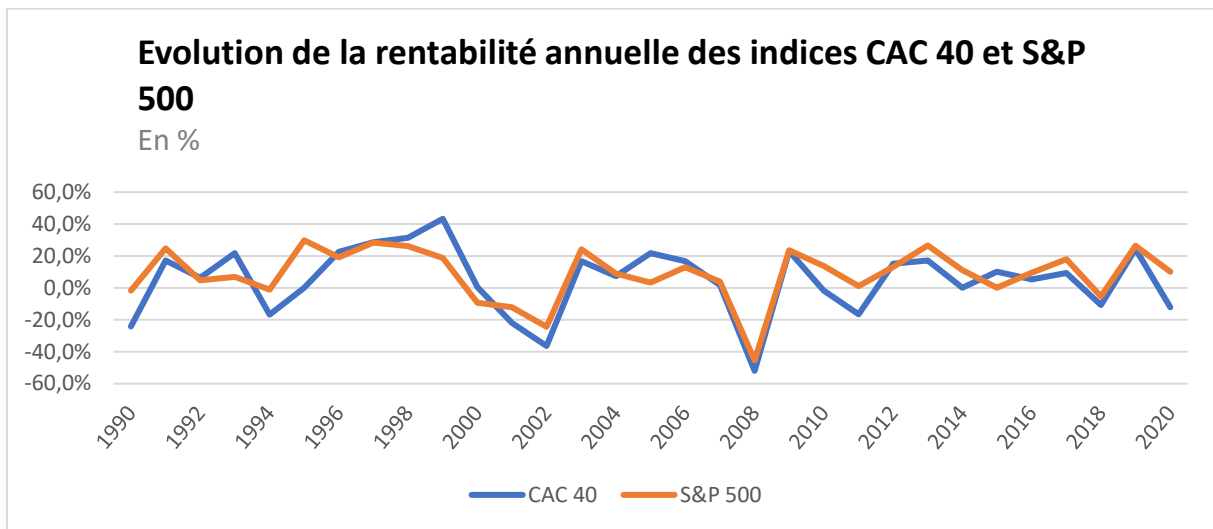


Source des données : Yahoo Finance

Type de données : mensuelles

Calcul de la rentabilité : cumul des somme annuelle des rentabilités logarithmiques mensuelles

## Annexe 9 - Evolution du rendement des indices CAC40 et S&P500



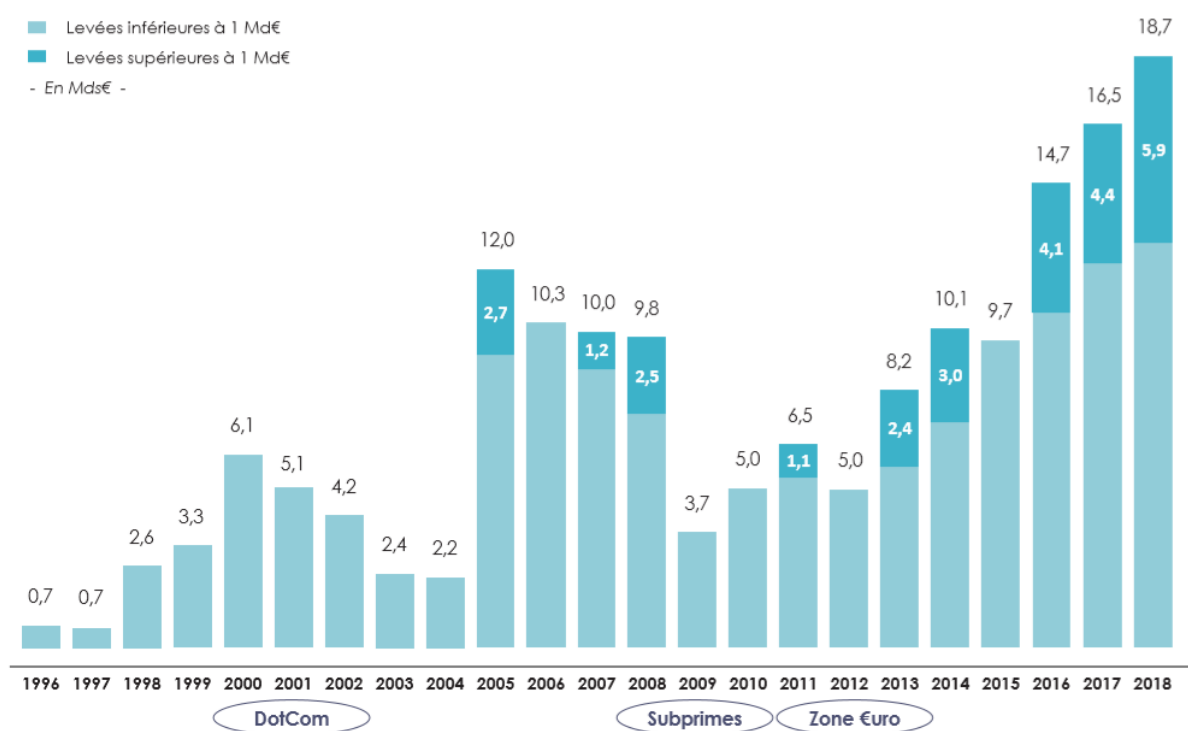
Source des données : Yahoo Finance

Type de données : mensuelles

Calcul de la rentabilité : somme annuelle des rentabilités logarithmiques mensuelles



## Annexe 11 - Evolution des levées de fonds en France

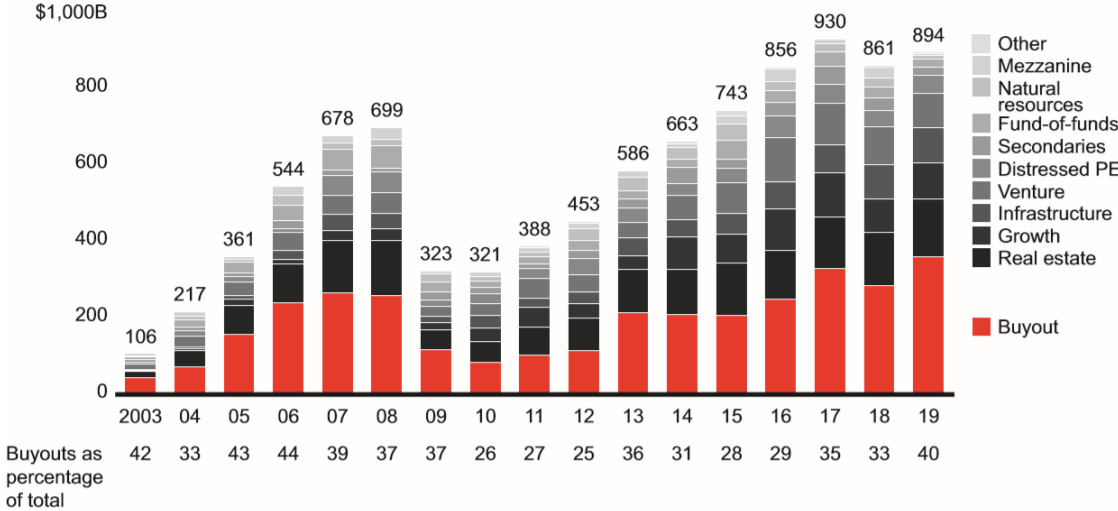


Source : *ACTIVITÉ DES ACTEURS FRANÇAIS DU CAPITAL-INVESTISSEMENT*, Rapport du S1 2019 par France Invest et Grant Thornton, publié le 8 octobre 2019.

Annexe 12 - Evolution des montants souscrits dans les fonds d'investissements

**Figure 1.20:** Investors continued to pump capital into alternative asset classes, with buyouts gaining share

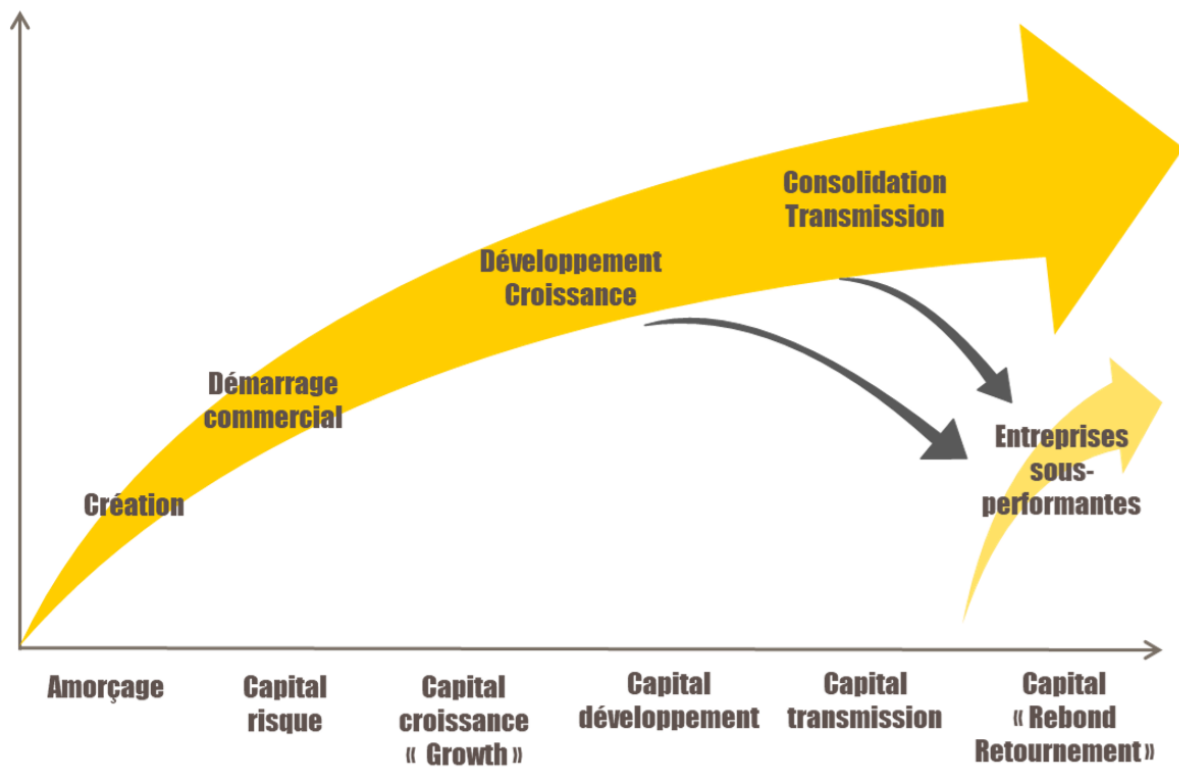
**Global private capital raised, by fund type**



Notes: Includes funds with final close and represents the year in which funds held their final close; buyout includes buyout and balanced funds; distressed PE includes distressed debt, special situation and turnaround funds; other includes private investment in public equity and hybrid funds; excludes SoftBank Vision Fund  
Source: Prequin

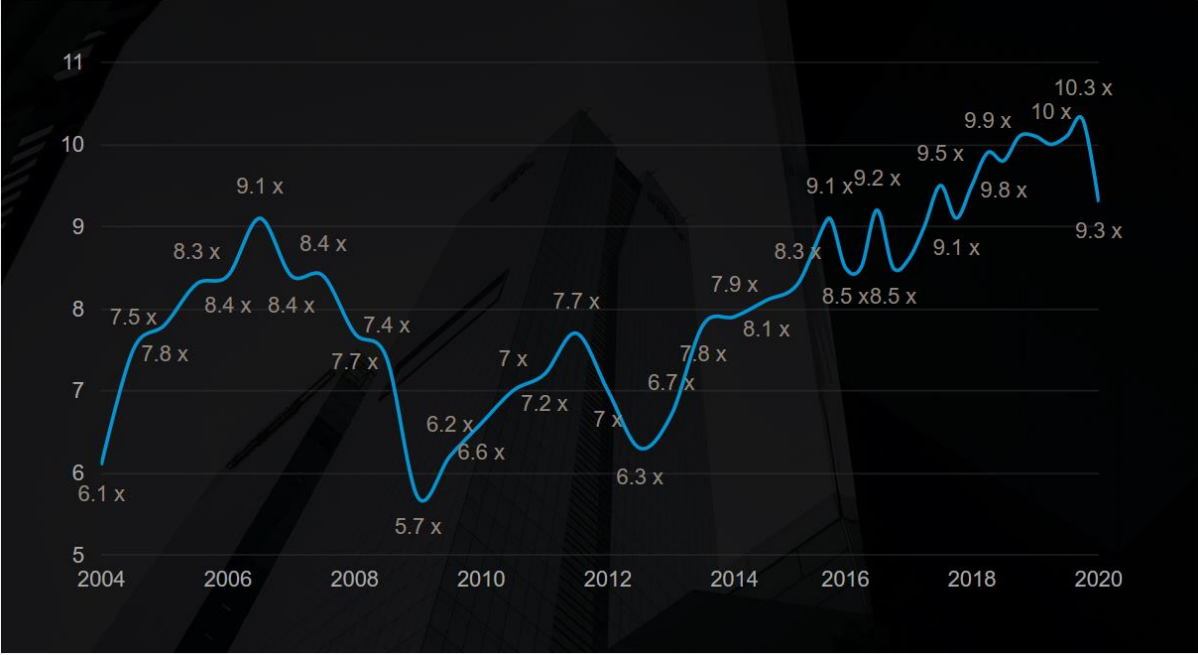
Source : p.19, *Global Private Equity Report 2020*, Bain & Company

Annexe 13 - Formes de capital investissement



Source : LES FONDS PARTENAIRES ET BPIFRANCE, Bilan 2017 –2019, publié en Juin 2020

Annexe 14 - Evolution de l'indice Argos mid market index (multiple d'EBITDA moyen pour les transactions majoritaires de PME européennes)

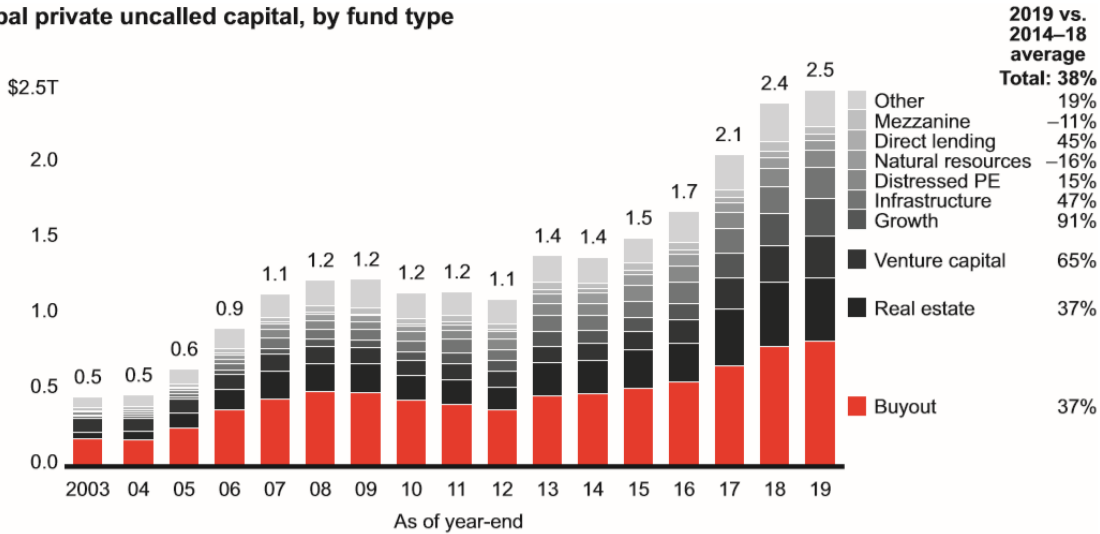


Source : <https://argos.wityu.fund/fr/argos-mid-market-index/>

Annexe 15 - Réserves de *dry powder* des fonds de PE

**Figure 1.12:** Dry powder has been piling up globally

**Global private uncalled capital, by fund type**



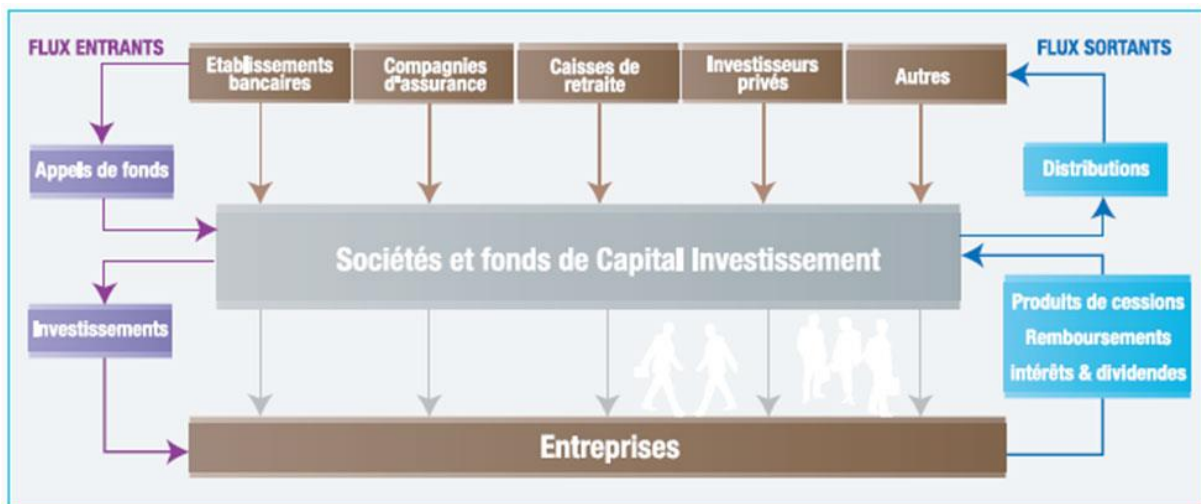
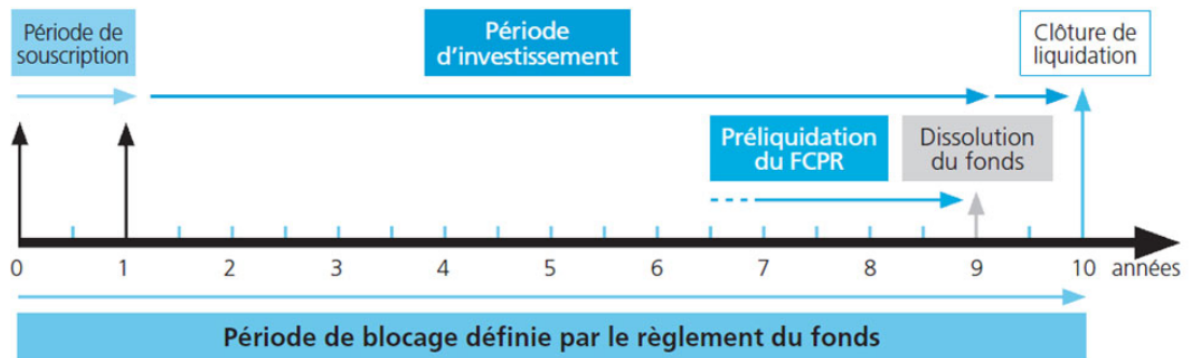
Buyout (\$B) 183 176 256 379 447 493 491 440 410 378 469 485 521 563 665 796 832

Notes: Other includes fund-of-funds, secondaries and coinvestments; buyout includes balanced and buyout funds; discrepancies in bar heights displaying the same value are due to rounding  
Source: Preqin

Source : p.12, Global Private Equity Report 2020



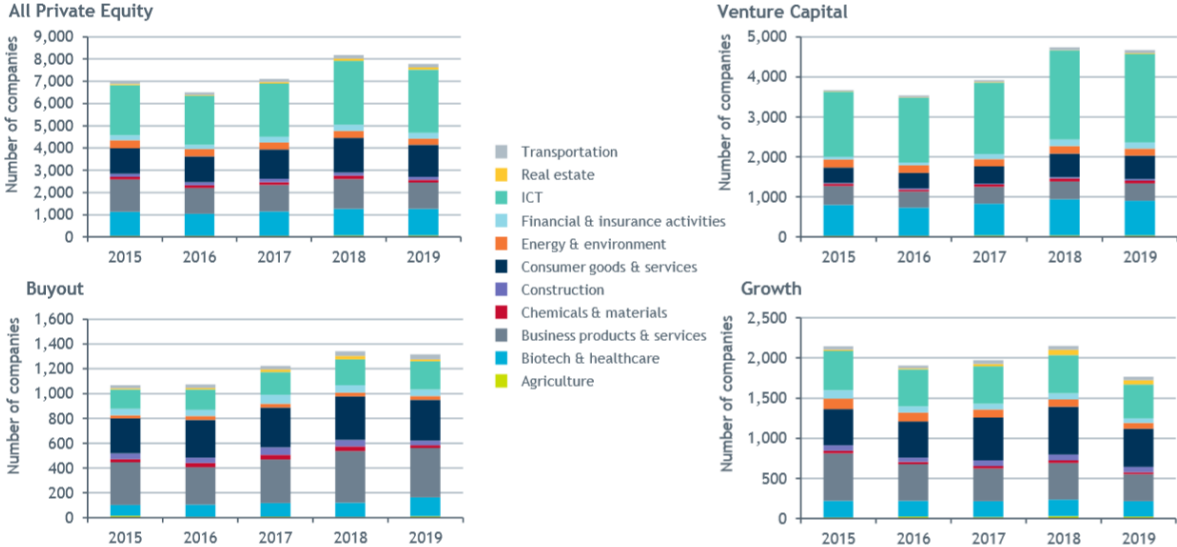
Annexe 16 - Fonctionnement et processus d'investissement des sociétés de capital investissement



Source : <http://www.mc2i.fr/Le-capital-investissement-un>

Annexe 17 - Investissements par secteurs

**Investments by sector**  
2015-2019 - Market statistics - Number of companies

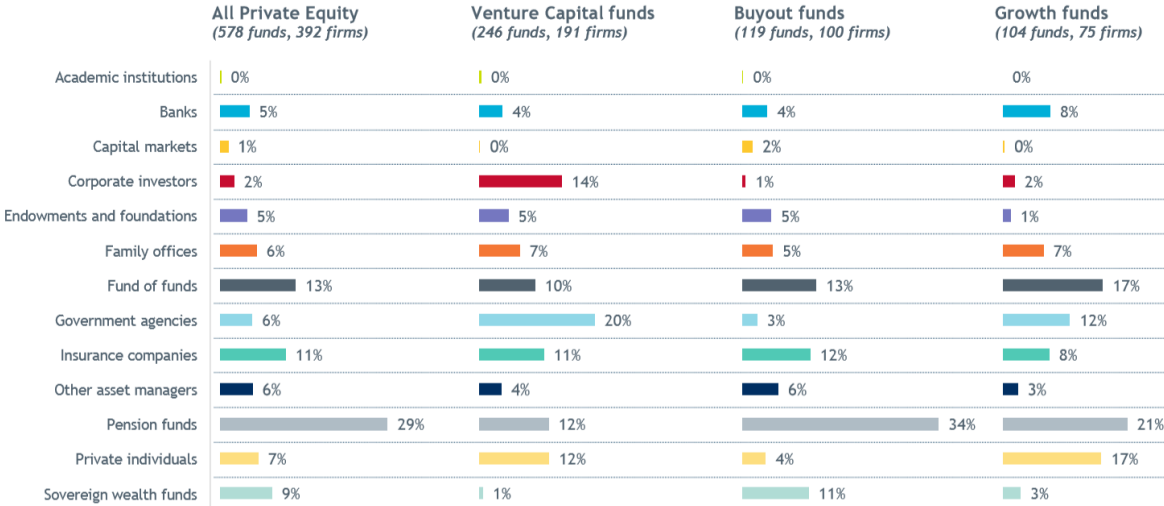


Source : Slide 60, *Investing in Europe: Private Equity activity 2019*, Invest Europe

Annexe 18 - Distribution des levées de fonds par catégorie de souscripteurs et par type de capital investissement financé

**Funds raised by type of investor**


2019 - Incremental amount raised during the year - % of total amount



Source : Slide 21, *Investing in Europe: Private Equity activity 2019*, Invest Europe

## Annexe 19 - Participations de NextStage

### 19 investissements en portefeuille au 15 mai 2020

 <p><b>SERVICES EN BATIMENTS</b></p> <p>Capital détenu : 9.6% Montant investi : 4.3M€</p>	 <p><b>N°2 MONDIAL DE L'INDUSTRIE DE LA PLAISANCE</b></p> <p>Capital détenu : 36.9% Montant investi : 7.0M€</p>	 <p><b>OBJETS CONNECTES</b></p> <p>Capital détenu : 26.6% Montant investi : 7.9M€<sup>(1)</sup></p>	 <p><b>PLATEFORME DIGITALE LEADER INDEPENDANT EN FRANCE DE PRODUITS D'EPARGNE</b></p> <p>Capital détenu : 47.3% Montant investi : 11.6M€<sup>(1)</sup></p>	 <p><b>PRODUCTION ET DISTRIBUTION DE PARFUMS ET COSMETIQUES</b></p> <p>Capital détenu : 45.3% Montant investi : 6.7M€</p>	 <p><b>DISTRIBUTION DE VERRE PLAT</b></p> <p>Capital détenu : 23.3% Montant investi : 5.7M€</p>
 <p><b>L'UN DES LEADERS EN EUROPE DE L'EDUCATION EN LIGNE</b></p> <p>Capital détenu : 14.4% Montant investi : 4.3M€</p>	 <p><b>SPECIALISTE DES PLATEFORMES DIGITALES</b></p> <p>Capital détenu : 48.5% Montant investi : 10.0M€</p>	 <p><b>GESTION DE DONNEES SENSIBLES EN SAAS</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant engagé : 9.8M€ dont 8.6M€ investis<sup>(1)</sup></p>	 <p><b>PLATEFORME DIGITALE DE VENTE DE BATIMENTS EN KIT</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 11.2M€</p>	 <p><b>LA PLATEFORME N°1 MONDIAL DE LA LOCATION DE BATEAUX PLAISANCE</b></p> <p>Capital détenu : majoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 17.5M€</p>	 <p><b>SOCIETE DE DESIGN ET DESIGN THINKING LEADER DU MARCHE EN FRANCE</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 9.2M€</p>
 <p><b>ESPACES DE VIE URBAINS AUTOUR DE L'ESCALADE DE BLOC</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 7.0M€</p>	 <p><b>SOCIETE DE GESTION DE FONDS IMMOBILIERS ET HOTELIERS</b></p> <p>Capital détenu : majoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 16.7M€</p>	 <p><b>N°2 DE L'INSTRUMENTATION SCIENTIFIQUE</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 8.2M€</p>	 <p><b>RESTAURANTS FESTIFS &amp; GASTRONOMIE FRANCAISE</b></p> <p>Capital détenu : 26.0% Montant investi : 17.1M€</p>	 <p><b>PLATEFORME DE LOCATION DE MATERIEL DE CHANTIER</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant engagé : 9.0M€ dont 8.6M€ investis</p>	 <p><b>INTELLIGENCE EN LANGAGE NATUREL POUR L'INDUSTRIE FINANCIERE ET PHARMACEUTIQUE</b></p> <p>Capital détenu : minoritaire<sup>(1)</sup> Montant investi : 7.3M€</p>

<sup>(1)</sup> À ce jour, pour des raisons de confidentialité, la société ne souhaite pas communiquer sur la répartition de son capital. <sup>(2)</sup> 6.8 M€ cash investi, <sup>(3)</sup> 11.5 M€ cash investi, <sup>(4)</sup> 7.6 m€ cash investi, <sup>(5)</sup> ETM = Entreprises de Taille Moyenne réalisant entre 10 et 500M€ de chiffre d'affaires

### Diversification cible à terme 40 à

50 ETM<sup>(5)</sup>

En toute transparence, découvrez en détail ces ETM sur [www.nextstage.com/sca/](http://www.nextstage.com/sca/)



**Stéphanie Nizard**  
Responsable Développement Institutionnel  
+33 1 44 29 99 01  
+33 9 15 91 12 66  
sn@nextstage.com



**Paul-Edouard Falck**  
Responsable des partenariats  
+33 1 44 29 99 07  
+33 9 82 93 03 17  
pef@nextstage.com



**Marc Mehanna**  
Chargé Développement Institutionnel  
+33 1 44 29 99 02  
+33 9 84 25 98 81  
mm@nextstage.com

Source : Reporting bimensuel NextStage Croissance au 15 mai 2020, <https://www.nextstage-am.com/solutions-dinvestissement/eligible-assurance-vie/>

## Annexe 20 - Evolution du cours de bourse de Lyft

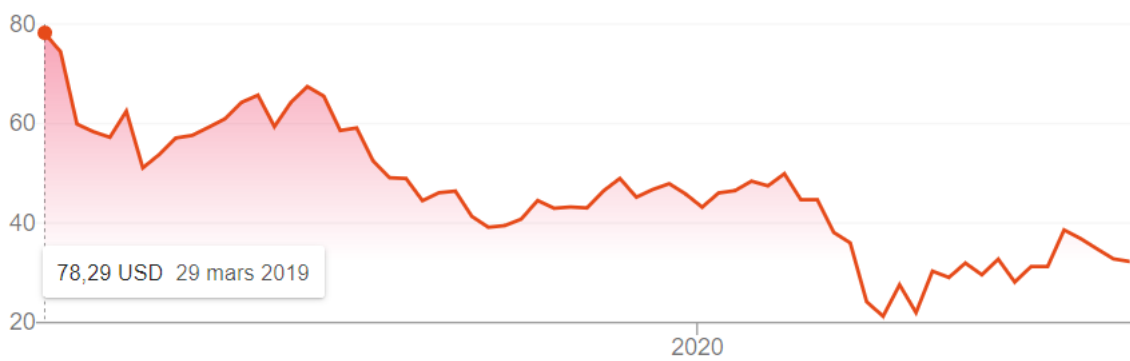
### Récapitulatif des marchés > LYFT Inc NASDAQ: LYFT

+ Suivre

**32,27** USD **-0,92 (2,77 %) ↓**

Fermé: 26 juin à 19:58 UTC-4 · Clause de non-responsabilité  
Après la clôture 32,01 **-0,26 (0,81 %)**

1 jour 5 jours 1 mois 6 mois YTD 1 an 5 ans **Max.**



Ouverture	32,87	Rend. div.	-
+Haut	33,17	Cours clôt.	33,19
+Bas	31,83	Max. 52 sem.	68,33
Capitalis.	9,62 Md	Min. 52 sem.	14,56
Cours/bén.	-		

Source : Google

## Annexe 21 - Actionnariat de NextStage

Nom de l'actionnaire	Pays	Type	Actionnariat	
			(%) Direct	% total
<b>PUBLIC</b>	-	Z	19,64	n.d.
<b>AMUNDI ASSET MANAGEMENT</b>	FR	F	8,41	16,79
<b>NEXTSTAGE CROISSANCE</b>	FR	E	11,40	n.d.
<b>TEMARIS</b>	FR	C	8,63	n.d.
<b>TETHYS</b>	FR	C	7,53	n.d.
<b>FONDS GARANTIE VICTIME TERRORISME INFRAC</b>	FR	S	5,42	n.d.
<b>MATIGNON DEVELOPPEMENT 3</b>	FR	E	5,42	n.d.
<b>COMIR</b>	FR	C	4,97	n.d.
<b>NAP</b>	FR	C	4,51	n.d.
<b>M SENTILHES Gregoire</b>	n.d.	I	3,99	n.d.
<b>CPR ASSET MANAGEMENT</b>	FR	F	3,82	n.d.
<b>MR JEAN-DAVID HAAS</b>	n.d.	I	3,29	n.d.
<b>MR JEAN-HUGUES LOYEZ</b>	n.d.	I	1,78	n.d.
<b>AXA FRANCE VIE</b>	FR	A	1,59	n.d.
<b>MR TAMER MAAMOUN</b>	n.d.	I	1,19	n.d.
<b>EMERAUDE GROUP</b>	BE	C	1,00	n.d.
<b>MME PATRICIA BARBIZET</b>	n.d.	I	0,56	n.d.
<b>SACHI-ZENSEI</b>	FR	E	0,56	n.d.
<b>BEE FAMILY OFFICE</b>	FR	C	0,44	n.d.
<b>MR AYMAN TAMER</b>	n.d.	I	0,40	n.d.
<b>MR TAMER TAYMOUR</b>	n.d.	I	0,40	n.d.
<b>Self Owned</b>	-	H	0,34	n.d.
<b>FIDOMI</b>	FR	E	0,27	n.d.
<b>M KAKI Mansour</b>	n.d.	I	0,27	n.d.
<b>MR PATRICE COUVEGNES</b>	n.d.	I	0,25	n.d.
<b>MR ALBAN GREGET</b>	n.d.	I	0,23	n.d.
<b>M KAKI Saleh</b>	n.d.	I	0,20	n.d.
<b>MR MAZEN AL TAMIMI</b>	n.d.	I	0,15	n.d.
<b>SOPARCIF</b>	FR	E	0,14	n.d.
<b>MR JEAN-FRANCOIS SAMMARCELLI</b>	n.d.	I	0,09	n.d.

Source : Diane (Bureau Van Dijk)

## Annexe 22 - Evolution de la valeur liquidative de NextStage Croissance

Source : Rapport bi-mensuel de NextStage Croissance  
au 15 mai 2020

### Evolution de la valeur liquidative (€) - Actions A de NextStage Croissance

Valeur initiale (actions A) : 1 000 €  
 Nombre d'actions A : 40 424  
 Valeur liquidative (bi-mensuelle) : 859.70 €  
 Perf. depuis l'origine : -14.03%  
 Perf. depuis début d'année : -7.51%  
 Perf. sur 12 mois glissants : -7.22%

**Commentaires :**  
 La valeur liquidative de NextStage Croissance est calculée sur la base du cours de bourse de son sous-jacent NextStage, coté en bourse depuis le 20 décembre 2016.

Concernant le portefeuille du sous-jacent NextStage, il enregistre une croissance de 16%\* du chiffre d'affaires sur l'année 2019. L'ANR/action de NextStage a par ailleurs progressé de 4,1% sur l'année 2019.  
 \*: chiffre d'affaires annualisés pondéré par la valorisation des 19 participations au bilan au 31/12/2019

