

Fonds d'investissement

**CI Trop de capital ou de sociétés de gestion ?**

**La crise des liquidités ouvre un débat différent de celui attendu: ce n'est pas d'un excédent de capital dont souffre le *private equity*, mais d'une banalisation des stratégies de ses acteurs.**

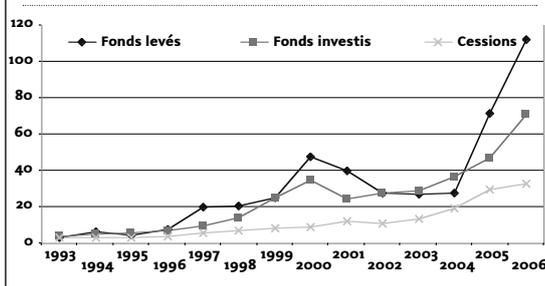
Chaque crise que connaît le *private equity* est l'occasion de mettre en doute sa viabilité, son avenir, et même sa raison d'être. La crise de liquidité actuelle n'échappe pas à la règle. Comme l'a illustré le cas Blackstone/ADS, la réalisation de LBO de grande taille est particulièrement incertaine dans ce climat. Cela pourrait conduire les sociétés de gestion à allonger le temps utile au déploiement des fonds récemment levés. Or, les investisseurs institutionnels continuent d'augmenter régulièrement leur allocation au secteur. N'y a-t-il donc pas trop de capital disponible, notamment pour le LBO – traditionnellement favorisé par les institutionnels ? Doit-on, au contraire, réduire (*scale back*) les fonds de LBO, comme cela s'est produit, après 2001, dans le capital-risque ? La question de l'excès de capital disponible (*capital overhang*) est récurrente lorsque le rythme des investissements ralentit. Néanmoins, la question demeure ouverte : trop de capital par rapport à quoi ?

**Difficultés à déployer le capital**

De fait, le *private equity* vit une mutation majeure : il est en passe de devenir le second poumon de l'économie, à côté de la cote. S'il ne représente que 2 % de la capitalisation des sociétés cotées, qui, elles-mêmes, ne pèsent que 1 % du tissu économique, son potentiel demeure encore largement inexploité, notamment du fait du reflux du crédit aux PME dans le sillage des accords de Bâle II. Ayant vocation à financer l'ensemble des étapes de la vie économique des entreprises, le *private equity* devrait donc dépasser le marché coté en importance – à plus forte raison si l'on considère que la Bourse devient un terrain d'exercice pour le capital-investissement. Les perspectives d'investissement restent à chiffrer. Cet exercice est délicat, car les cibles demeurent spécifiques et différent en fonction du périmètre d'intervention envisagé. Les LBO successifs et la diversification des interventions se développent régulièrement. La cri-

se suivante consiste à mettre sous le feu des projecteurs les gérants qui accumuleraient des fonds, seraient incapables de les déployer, et donc de générer le TRI escompté à terme. Comparés année par année, les fonds levés dépassent largement les montants investis au cours des dix dernières années, à l'exception de 2003 et 2004 (cf. graphique). Bien plus, les cessions affichent un écart croissant avec les investissements – sauf, là encore, en 2003 et en 2004. Ainsi, le *private equity* accumulerait les fonds et serait incapable de liquider ses participations.

**Graphique 1 : Fonds levés, investis et désinvestis en *private equity* à l'échelle européenne**



Il n'en est rien. Une première approche tend néanmoins à démontrer qu'il n'y a pas trop de capital, mais au contraire qu'il n'y en aurait pas assez. Cet effet en trompe-l'œil est dû aux spécificités du *private equity*, à savoir :

- un déploiement des fonds levés pour un millésime donné sur les trois années suivantes. L'analyse pertinente consiste donc à lisser les fonds levés selon un profil de *cash-flows* commun aux fonds.

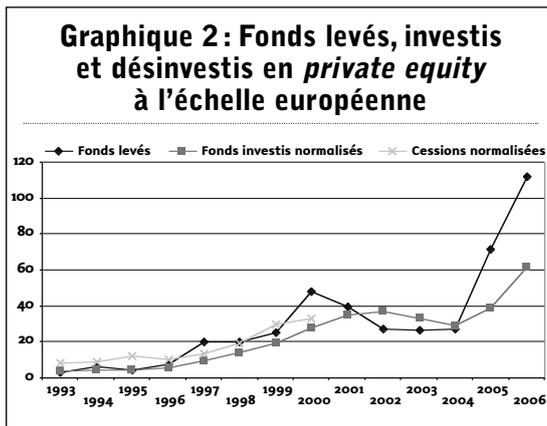
Pour cela, le profil de déploiement suivant a été utilisé :

Investment pattern	Année 1	Année 2	Année 3	Année 4	Année 5
	25 %	30 %	30 %	10 %	5 %

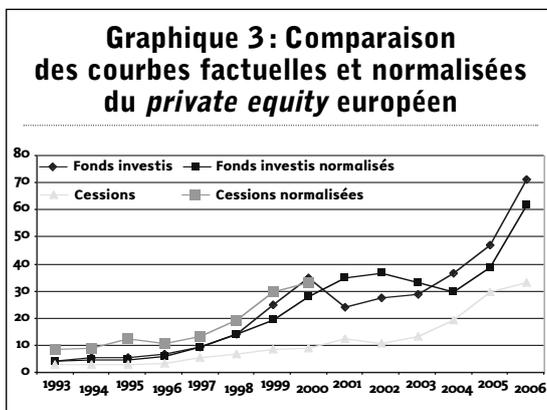
Un déploiement de 100 % des fonds levés selon une courbe classique d'investissement explique la courbe réelle des investissements, et notamment le lissage des pics et creux des levées de fonds.

© Percier Publications - la photocopie non autorisée est un délit

- Une période de détention en moyenne de 2,5 à 3 ans. Pour connaître la destinée des investissements d'une année donnée, il convient de rapporter les sorties trois années après les investissements (eux-mêmes opérés, en moyenne, deux à trois ans après la levée de fonds).



Il en ressort un tout autre portrait du *private equity* : aux courbes issues des chiffres publiés par l'EVCA, faisant apparaître un écart croissant, les courbes normalisées font état de courbes très proches et surtout matérialisant la plus-value générée par chaque millésime. Les crûs 1995 et 1999 affichent des plus-values exceptionnelles, tandis que les années 1997 et 2000 apparaissent véritablement au grand jour – ce que des comparaisons statiques ne permettent pas de visualiser. L'effet de la crise de 2001 reste à matérialiser avec les chiffres 2007 et 2008.



De manière assez évidente, les phénomènes de bulle ont été générés par une accélération des investissements, comme en 1999 et en 2000.

A l'inverse, la correction en 2001-2002-2003 apparaît tout aussi nettement. L'inversion des courbes, en 2004, laisse supposer une reprise brutale des investissements, qui aura probablement des répercussions sur les rendements. Ce ne sont donc pas les volumes, mais les accélérations brutales de déploiement de capital qui sont les plus préjudiciables au *private equity*.

### Favoriser la concentration

Ce n'est pas tant un éventuel excès de capital, mais bel et bien le taux de rendement espéré pour le *private equity* qui est au cœur du débat. Les montants alloués au secteur décideront probablement de ce dernier. Tout comme la cote a vu ses rendements marginaux baisser, il en sera sans doute de même pour le *private equity*. Paradoxalement, ce sont les acteurs le plus en recherche de performance absolue, à savoir les caisses de retraite, qui vont le plus contribuer à faire baisser le rendement marginal du non-coté, en augmentant massivement et brutalement leur allocation. L'enjeu est donc le suivant : souhaite-t-on adopter un certain malthusianisme (et grégairisme), en souhaitant limiter les fonds alloués au *private equity* ? Ou bien lancer une dynamique d'innovation financière, en reconnaissant son rôle et en la plaçant au rang de classe d'actif proprement dite ? Cela implique de réviser radicalement le nombre de sociétés de gestion appliquant les mêmes stratégies pour favoriser une concentration des acteurs et réduire les frais de gestion par euro investi, corollaire à une baisse des rendements marginaux. L'incitation fiscale dont bénéficie le FCPR devrait aussi être modulée pour soutenir l'émergence d'un véritable écosystème du *private equity* en France, notamment en favorisant l'amorçage, le capital-risque non IT/biotech ou le retournement. Il existe bien des vecteurs d'innovation, que ce soit en introduisant des dynamiques combinées de gestion d'actifs (*blend hedge funds / private equity*), des fonds de fonds à effet de levier, une incitation à financer des stratégies innovantes et, en particulier, les stratégies et gérants émergents. La France pourrait, grâce à son pôle d'innovation financière, en profiter pour explorer ces questions. ■



Cyril Demaria est l'auteur de *Introduction au private equity*, Revue Banque, 2<sup>nde</sup> édition, 2008, 128 pages.