

# CAPITAL INVESTISSEMENT

## L'EGO, TALON D'ACHILLE DU PRIVATE EQUITY



**Cyril Demaria**

Professeur

Haute École  
d'Ingénierie et de  
Gestion du Canton  
de Vaux (HEIG-VD)

Edhec (Nice)

EADA (Barcelone)

ZHAW (Zurich)

**Le private equity a atteint l'âge adulte : ce qui fut un métier de pionnier est désormais une activité institutionnalisée. Il est temps pour les gérants d'en prendre acte et de gérer les questions d'ego, pour le bien commun de la profession.**

Pour la première fois dans la brève histoire du *private equity* moderne, le nombre de gérants dans cette activité s'est contracté de 4 180 à 4 130 en 2010[1]. Pour la première fois également, le *private equity* s'est trouvé quasiment sans interruption depuis 2007 sous le feu de la critique, que ce soit en Allemagne, au Royaume-Uni (taxation), ou aux États-Unis (taxation et élections présidentielles). Pendant ce temps, le banquier réglementaire, qui avait agi en faveur du *private equity* des années 1970 aux années 2000, a changé sa course. La dernière salve combine des réglementations nationales (Volcker Rule, Dodd Frank Act, FATCA), régionales (AIFMD, Solvabilité 2) et internationales (Accords de Bâle II et III). D'autres pourraient interve-

[1] Source : Preqin.

nir, par exemple en matière de ratios prudentiels des caisses de retraites. La simultanéité et l'ampleur de ces événements indiquent que le *private equity* a atteint l'âge adulte.

### UN FARDEAU CONSIDÉRABLE

Pourtant, les gérants de fonds de *private equity* ne semblent pas l'avoir compris. Ce pourrait être parce que leur ego est en jeu. Ce même ego fut l'une des sources du succès du secteur : les réseaux et les personnalités de gérants ont attiré des opportunités d'investissement de qualité, à l'époque négociées de gré à gré. De bonnes performances ont créé un cercle vertueux où les gérants ont capitalisé sur le savoir-faire accumulé pour aider les sociétés de portefeuille, sur des cessions de sociétés de portefeuille fortement profitables pour renforcer leur réputation. Ces réputations ont continué à attirer un solide flux d'affaires, et ainsi de suite...

Toutefois, cet ego qui fut l'outil du succès des gérants est désormais un fardeau considérable. Il est à l'origine de leurs difficultés à gérer les successions au sein des sociétés de gestion. De fait, l'afflux de ces dernières en Bourse (Blackstone, Carlyle, Appollo, Oaktree...) est largement lié au besoin des gérants de fixer un prix sur leurs titres et gérer à terme la transmission des sociétés de gestion. Par ailleurs, les gérants ont largement prouvé leur incapa-

cité, surtout aux États-Unis, à agir de concert, de manière claire et au service de leur industrie. Le *lobbying* montre sa plus mauvaise image, basée sur des études (notamment du PEGCC[2]) à l'objectivité contestable et sur une « novlangue » d'entreprise orwellienne. La philanthropie cosmétique que les gérants pratiquent n'aide pas à changer leur image de professionnels cupides, négligents et essentiellement néfastes pour la société dans son ensemble. Des comportements et déclarations inacceptables de gérants, à l'image de Stephen Schwarzman comparant l'idée d'une augmentation du taux de taxation du *carried interest* à l'invasion de la Pologne par les nazis en 1939, n'ont pas amélioré leur image.

### LES SURFEURS CHANCEUX D'UNE VAGUE HISTORIQUE

Pour redresser la barre, la première étape serait pour les gérants de reconnaître le fait qu'ils furent les surfeurs chanceux d'une vague historique du *private equity* : au bon endroit et au bon moment. Ce ne sont ni des génies, ni – pour certains d'entre eux – des êtres humains particulièrement admirables. Le déclin des rendements des marchés cotés, combiné à la soudaine possibilité réglementaire pour les investisseurs institutionnels à

[2] Private Equity Growth Capital Council, association internationale de *private equity*.

investir dans les actifs alternatifs, a conduit à des changements majeurs dans l'allocation d'actifs. Le résultat fut une croissance de 10 milliards de dollars environ sous gestion au début des années 1990 à plus de 1 700 milliards en 2010, d'après Preqin et Goldman Sachs. Cette progression a désormais atteint un plateau.

Il est temps pour les gérants en *private equity* de reconnaître que le monde a changé. Le succès du secteur est lié à une forme spécifique de gouvernance d'entreprise (notamment analysée par Michael Jensen en 1989). Ce savoir-faire est maîtrisé et fait largement partie du domaine public. Les

gérants doivent désormais faire des concessions sur le traitement fiscal de leurs revenus et ajuster leurs structures de rémunération – que ce soit les frais de gestion ou le *carried interest* – au fait que le *private equity* n'est plus une activité de niche, mais une classe d'actifs à part entière.

### LES NOUVELLES MERCHANT BANKS

Une source majeure de changement, pour l'instant occultée, est la division entre, d'une part, les gérants de fonds de gros/mega LBO (comme The Blackstone Group), qui sont de fait les nouvelles *merchant banks*

du XXI<sup>e</sup> siècle et qui devraient être traités comme telles au plan fiscal et réglementaire (notamment dans la gestion des conflits d'intérêts) et, d'autre part, le petit et moyen LBO, le capital développement, le capital risque, le capital retournement, et les fournisseurs de dette mezzanine qui sont de fait les opérateurs de *private equity*, au sens propre de l'expression. Ces derniers doivent revenir aux valeurs originales du secteur où ils opèrent, que ce soit de la manière dont ils conduisent leurs affaires, dans leurs engagements envers les entrepreneurs et leurs équipes, et dans leur éthique (modestie, vision à long terme, opérations de gré à gré et respect de la parole donnée).

### DES CITOYENS COMME LES AUTRES

Ces valeurs ont alimenté les réseaux de contacts des gérants de *private equity* (qui sont de fait leur actif principal), et donc leur aptitude à acheter et vendre des sociétés de portefeuille. Pour faire face aux nouvelles conditions d'exercice du métier, les gérants doivent innover à nouveau, gérer des fonds plus modestes et prendre des risques pour la structure de leur rémunération. Ils doivent aussi mettre leur patrimoine derrière leur discours : leur fortune ne devrait ainsi pas servir à une glorification de leurs ego sous des dehors philanthropiques, mais être investie dans les fonds qu'ils gèrent dans des proportions très significatives (bien au-delà du 1 % habituel). En d'autres termes, les gérants de fonds de *private equity* devraient redevenir des citoyens comme les autres, payant des taxes, générant de la valeur pour la société dans son ensemble et partageant une part significative des risques avec leurs investisseurs et les entrepreneurs. Ceci est la rançon de l'accès du *private equity* au statut de classe d'actifs à part entière. ■

