

# UNE CRISE AUX CONSÉQUENCES DURABLES



CYRIL DEMARIA

Professeur

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

La crise de 2007-2009 a généré des évolutions structurelles dans le monde du *private equity*, dont les conséquences vont être visibles au cours des prochaines années dans de nombreux compartiments du marché. Un retour à l'âge d'or du début des années 2000 semble impossible et l'industrie doit se préparer aux nouvelles conditions du marché.

Un exemple illustre le relatif état de déni dans lequel le *private equity* continue son activité depuis la crise financière: l'avènement des *dividend recaps* en 2010. Le principe des *dividend recaps* est simple: un gérant de fonds fait une acquisition par effet de levier sur une société en bonne santé. Théoriquement, cette société doit être cédée au bout de quelques années, ce qui fut interdit de fait par la crise. L'effet de levier diminue diminuant avec le temps (remboursement de la dette d'acquisition), il restait l'option de réendetter la holding d'acquis et distribuer des « profits anticipés » aux souscripteurs des fonds de *private equity*.

## Le LBO en état d'apesanteur

Dans un contexte de taux d'intérêts bas, cette option permet de distribuer de l'argent frais aux souscripteurs en période de faible liquidité. En 2010, 234 milliards de dollars ont été prêtés dans le cadre de *leveraged loans* (contre 77 en 2009) selon S&P LCD. 84 % des prêts effectués pour distribuer des dividendes sont liés à des entreprises détenues par des fonds de *private equity* (voir graphique 1). Clearwire Communications et HCA, quelques-uns des plus gros LBO de la bulle 2006-2007, ont fait l'objet de ce type d'opération. Il est probable cependant que 2011 apporte une

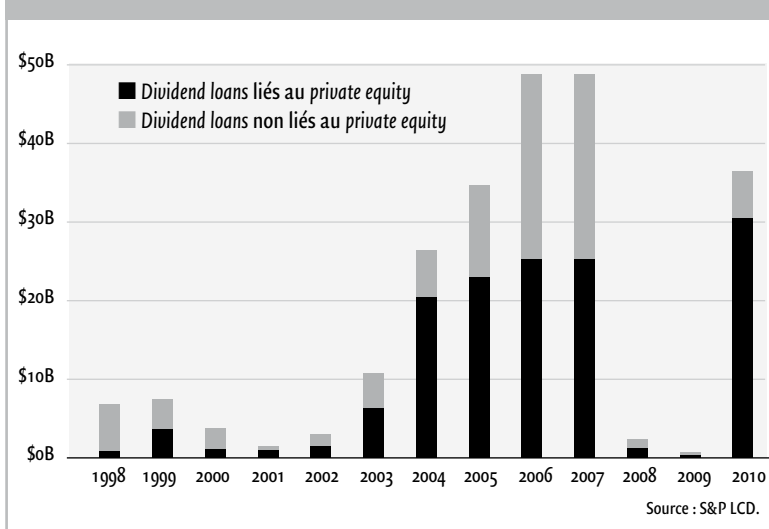
correction, car si les taux affichaient en 2010 un écart de 600 points de base (soit la moyenne historique) par rapport au taux sans risque, cet écart était descendu à 300 points de base en décembre (soit 11 % selon BNP Paribas).

En théorie, les *dividend recaps* mettent tout le monde d'accord. Le gérant de fonds peut afficher des distributions et satisfaire ses souscripteurs. Il prépare ainsi confortablement sa prochaine levée de fonds. L'entreprise sous-jacente n'a pas son mot à dire, mais son encadrement est relativement satisfait de ne pas faire face à une

pression supplémentaire pour trouver un acheteur qui n'existe pas.

Et le souscripteur? Il touche le fruit de ses investissements, il est donc théoriquement heureux. Mais est-ce bien sûr? De fait, ce type de montage a deux conséquences majeures. La première est de réintroduire du risque dans le montage de LBO. Dans un montage classique, le risque principal se situe lors des premiers mois, lorsque l'effet de levier est maximal. Théoriquement, ce risque est compensé par la source de valeur ajoutée que va créer l'investisseur. Un réendettement d'un montage de LBO ne s'accompagne pas de cette source de valeur supplémentaire: il s'agit d'une solution d'attente. Ainsi, le taux de défaut des *high yield bonds* est passé de 13,6 % en 2009 à 2,9 % en 2010. Il est projeté par Moody's à 1,8 % d'ici à novembre 2011. Si la croissance n'est pas au rendez-vous, ce taux pourrait bien changer et les entreprises réendettées seront en première ligne. C'est

## 1. Volume de *dividend loans*



un risque qui n'est pas accompagné d'un rendement supplémentaire.

Le deuxième aspect est que les *dividend recaps* ont l'inconvénient de « casser le thermomètre du rendement », c'est-à-dire de fausser une des mesures de la performance d'un fonds, à savoir son Taux de rendement interne (TRI). Un petit exemple chiffré (voir Tableau 1) démontre qu'une distribution anticipée de *cash* par un *dividend recap* peut à la fois faire monter le TRI et appauvrir l'investisseur. Dans l'exemple présenté, l'investisseur qui réalise un TRI de 20 % a multiplié son investissement par 3 alors que celui qui réalise un TRI de 26 % a multiplié son investissement par 2,5.

La réponse classique des gérants de fonds est que les souscripteurs préféreront toujours la liquidité à un surcroît de performance. Ceci reste à démontrer : non seulement il n'est pas garanti que le souscripteur trouvera un placement aussi performant que le LBO de notre exemple, mais les coûts de transaction pour retrouver et investir dans un LBO de qualité équivalente vont amoindrir la performance globale du portefeuille de l'investisseur.

### CalPERS n'est plus votre ami

L'évolution de l'attitude des investisseurs en *private equity* (*limited partners* ou LP) est le deuxième fait marquant. Ceux-ci ne veulent plus payer des frais qui, selon les études académiques produites notamment par HEC Paris, capturent la totalité (voire plus) de la valeur ajoutée créée par le LBO. Les grands investisseurs institutionnels américains (à l'image de CalPERS) ont déjà amorcé le mouvement, en prenant des participations dans les sociétés de gestion de *private equity* auxquelles ils avaient confié des sommes significatives. Cela leur permet de percevoir une partie des frais de gestion sans forcer le gérant à s'engager dans une course à la baisse de ces mêmes frais (via l'exercice de la clause dite de la « partie la plus favorisée »). D'autres investisseurs avaient exigé que des programmes de co-investissements leur permettent d'investir leurs fonds aux côtés des gérants (donc nets de frais), ou bien que ces gérants leur fassent des programmes sur mesure.

Tableau 1 Comparaison du multiple d'investissement et du TRI d'un investissement avec *dividend recap* et sans *dividend recap*

	Sans <i>dividend recap</i>	Avec <i>dividend recap</i>
Investissement initial	-100	-100
Année 1	0	0
Année 2	0	0
Année 3	0	150
Année 4	0	0
Année 5	0	0
Année 6	300	100
Multiple d'investissement	3	2,5
Taux de rendement interne	20 %	26 %

Source : Auteur.

L'alignement des intérêts entre les LP n'est donc plus qu'une fiction. Cela signifie que la tendance, clairement visible aux États-Unis, est aux mandats de gestion avec budgets définis en valeur absolue et non en pourcentages de fonds gérés (par exemple 1,5 à 2,5 % des actifs sous gestion). Les investisseurs souhaitent de manière progressive améliorer le rapport coût/performance de la classe d'actifs. Si les gérants s'alignent sur les meilleures pratiques mondiales, avec un budget défini à l'avance et une commission de performance progressive (fonction croissante des résultats obtenus), nul doute qu'ils attireront les capitaux. Cependant, les meilleures équipes de gérants, très sollicitées, continueront à imposer des conditions qui leur sont favorables. Cela pourrait créer de fait un système de gestion à deux vitesses.

### Les fonds de fonds à la croisée des chemins

Les fonds de fonds sont les grands perdants. Non seulement ils n'attirent plus, depuis un certain temps, les institutions moyennes et larges, mais ils vivent une réelle crise de légitimité. Ils seront les premières victimes de la « guerre des frais de gestion » à laquelle se préparent les gérants. Les rendements des fonds de fonds déclinent et un des moyens les plus sûrs de les préserver est de réduire la ponction des frais du gérant (0,8 à 1 % annuel des montants sous gestion pour les

fonds de fonds pendant 13 ans, plus 5 à 10 % de commission de performance ou *carried interest*).

Le profil de rendement/risque des fonds de fonds est peu attractif. Il est en effet possible de construire des mandats (sans commissions de performances et sur la base de budgets négociés) à partir de 25 millions d'euros d'actifs. Sauf pour les investisseurs ne disposant pas d'une telle allocation au *private equity*, la légitimité des fonds de fonds est plus que jamais mise en question.

Pour y faire face, les grandes manœuvres ont commencé. APG et PGGM ont ainsi cédé AlpInvest, gérant de fonds de fonds en *private equity* à une entreprise conjointe entre Carlyle et l'équipe d'AlpInvest. Le géant néerlandais gère la bagatelle de 32 milliards de dollars. Cela devrait faciliter grandement les projets de cotation en Bourse de Carlyle, qui demeure largement moins diversifié que ses concurrents KKR et Blackstone. D'autres sociétés de gestion, à l'image d'Apollo aux États-Unis, se préparent à une éventuelle cotation.

C'est à une course à la taille via les fusions qui est engagée. C'est ce qu'a compris Axa Private Equity qui a racheté les portefeuilles de Bank of America et Natixis en 2010. Ce n'est qu'un début : les prochains accords de Bâle III durcissent les ratios prudentiels bancaires, ce qui signifie que le *private equity* exercé pour compte propre sera coûteux. Les « règles Volcker » (aux États-Unis) limitent la participation des banques à quelques centaines de points de base dans les sociétés de gestion de *private equity*.

Les cibles ne manquent pas, soit qu'elles n'aient pas la taille critique (Unigestion *private equity*, Adveq, FondInvest, SCM, Alpha Associates et Capvent), soit qu'elles aient subi des revers de fortune (Capital Dynamics a perdu l'un de ses principaux mandats), soit enfin les deux (Access Capital Partners a ainsi été mis en question dans le scandale du *pay-to-play* aux États-Unis). Plusieurs d'entre elles n'ont pas levé de produits depuis un certain temps, ce qui signifie que leur valeur ajoutée est mise en cause. En effet, les fonds de fonds sont notoirement moins risqués que les fonds directs, mais bien plus coûteux. Or, les gérants n'ont à aucun moment fait valoir cette spécificité pour béné-

ficier d'un traitement spécifique dans le cadre des accords de Bâle II et III, ou de la directive Solvabilité II.

### Vaine surenchère réglementaire

L'avènement de la Directive AIFM en Europe, mais aussi du FATCA aux États-Unis, devrait apporter des changements supplémentaires. À écouter les gérants, les multiples projets de réglementation (Bâle III, Solvabilité II, Volcker Rule, projet de Directive AIFM) vont assécher le financement des fonds de *private equity* et donc des entreprises non-cotées. Sachant que les banques ont sévèrement restreint leurs crédits aux PME, tout changement dans l'apport en fonds propres pourrait effectivement avoir des conséquences considérables sur une croissance déjà anémique.

Les conséquences de la Directive AIFM ou du FATCA ne sont pas encore pleinement connues, mais il est probable que cela suscite un triple mouvement :

- la recherche du meilleur compromis juridique entre la participation aux systèmes européens et américains et le poids de la réglementation ;
- un frein massif et durable à l'émergence de nouveaux acteurs dynamiques du fait des coûts (voir Tableau 2), ce qui crée de fait une rente de situation pour les acteurs installés, y compris les plus médiocres ;
- une tentation forte à contourner la réglementation soit par le haut (innovation), soit en jouant sur ses imperfections.

Cependant, le résultat de la surenchère réglementaire n'est pas nécessairement celui auquel les auteurs s'attendent. La nouvelle réglementation pourrait reproduire un phénomène déjà bien connu avec les *junk bonds* et la titrisation : détourner des innovations intéressantes pour pallier les excès réglementaires et aboutir à une nouvelle crise. Reste à savoir d'où viendra la crise et de quelle ampleur elle sera cette fois-ci.

L'une des conséquences inattendues des changements réglementaires initiés depuis le milieu de la décennie 2000 est une fuite face aux introductions en Bourse. Le développement des marchés privés

Tableau 2 **Résumé des coûts**  
(en points de base)

	LBO	Capital-risque
<b>Coûts d'adaptation</b>		
Coûts de délégation	8.25	8.25
Re-localisation	19.7	19.7
Structures juridiques	14.1	14.1
<b>Total des coûts d'adaptation (points de base)</b>	<b>33.8</b>	<b>23.2</b>
<b>Total des coûts d'adaptation (millions d'euros)</b>	<b>45</b>	<b>45<sup>1</sup></b>
<b>Coûts annuels</b>		
Communications sur les sociétés de participation	2.9	3.7
Délégation	0.2	0.2
Évaluation	4.3	9.2
Capital	1.5	1.9
Dépositaire	5	10
<b>Total des coûts annuels (points de base)</b>	<b>13.8</b>	<b>24.8</b>
<b>Total des coûts annuels (millions d'euros)</b>	<b>248</b>	<b>33</b>

Charles Rivers Associates, octobre 2009.

(SecondMarket, NYPPEX et Fidequity) a permis à certaines entreprises non-cotées, telles que Facebook ou Groupon, d'éviter une introduction en Bourse. Les investisseurs se bousculent pour participer aux placements privés. Groupon, pressentie pour être rachetée par Google pour 6 milliards de dollars, a levé sans coup férir 500 millions de dollars le 30 décembre (avec une option pour lever 450 millions supplémentaires). Les émissions primaires sur les marchés cotés ne sont donc plus indispensables.

L'émergence des marchés privés permet d'offrir de la liquidité aux actionnaires existants, autre avantage que proposait une introduction en Bourse. Sur les 500 millions levés par Groupon, 345 millions sont réservés à des sorties potentielles d'actionnaires existants. Facebook a eu recours à SecondMarket pour faire sortir des actionnaires minoritaires également. Ceci permet aux sociétés privées de maintenir leurs employés clés en poste : si les marchés privés permettent aux actionnaires existants de sortir, ils ne permettent pas aisément l'exercice de *stock-options* et n'offrent pas la liquidité nécessaire pour cela. Rester privé devient donc désormais un avantage concurrentiel face aux groupes cotés.

### Back to basics

Les gérants devront faire face à la tendance majeure à laquelle s'attendent les investisseurs : la dégradation des rendements futurs. En LBO, ceci aura deux conséquences :

– la première est de forcer les gérants à extraire la totalité de la valeur de leurs investissements. D'après une étude académique<sup>1</sup>, les gérants ont historiquement tendance à vendre trop tôt leurs participations, quitte à abandonner le reliquat de performance car ce dernier ne compense pas la dégradation du TRI ;

– la seconde est que 20 à 40 % des équipes de LBO seront amenées à disparaître<sup>2</sup> au cours des prochaines années. Seules celles capables de faire la preuve de leur création de valeur vont survivre.

En capital-risque, la sous-performance européenne (et désormais américaine) est structurelle. L'amorçage ne s'est pas remis de la crise des valeurs technologiques de 2001-2003. Les incubateurs ont quasi totalement disparu et les fonds d'amorçage peinent à attirer des capitaux du fait de rendements peu attractifs. Selon Thomson Reuters, la performance moyenne des fonds de capital-risque *early stage* était de -3,8 % à fin 2009 (contre -2,2 % pour l'ensemble du capital-risque). Les multiples d'investissement médians étaient respectivement de 0,85 et de 0,9. Les jeunes pousses sont valorisées à des niveaux structurellement trop élevés. Les mesures gouvernementales françaises en faveur des investissements directs dans les PME ne vont qu'accentuer ce phénomène – et donc renforcer les problèmes des fonds de capital-risque.

Quant à la tentation d'aller investir en Asie, l'expérience des diversifications hasardeuses des gérants lors de la bulle Internet devrait sonner comme un avertissement très clair : le *private equity* est un métier de proximité. Nul doute que pour les LP, le souvenir de la bulle Internet datant d'à peine dix ans sonne comme une évidence : il est temps de balayer devant sa porte et pour les GP de faire les efforts nécessaires ici et maintenant. ■

1. J. Lerner et J. Cao, *The Performance of Reverse Leveraged Buy-Outs*, 2006.  
2. Source : IESE/BCG, 2009.