

# LES TRANSFORMATIONS DU *PRIVATE EQUITY*

ALAIN ARGILE \*

Les fonds de *private equity* ont mauvaise réputation : barbares<sup>1</sup> aux États-Unis ou sauterelles<sup>2</sup> en Allemagne, leur succès est jaloué, leurs méthodes critiquées. Dotés désormais d'une force de frappe financière considérable (600 Md\$), ils inquiètent jusque dans les très libérales Grande-Bretagne et Amérique du Nord. Les « barbares » des années 1980 ont, certes, gardé le même objectif, maximiser le taux de rendement de leurs investissements, mais ils emploient désormais des stratégies plus sophistiquées et ont de plus en plus un effet structurant sur de nombreux secteurs industriels. La crise financière actuelle, qui raréfie l'endettement et renchérit son coût, n'aura probablement qu'un effet temporaire sur leur développement en sélectionnant les plus professionnels.

La pression sur les fonds de *private equity* croît en même temps que leur impact sur les Bourses et l'industrie. L'opération sur TXU, *utility* texane acquise pour 44 Md\$, nouveau record, et les rumeurs sur une possible acquisition de Sainsbury en Grande-Bretagne ou Carrefour en France montrent leur puissance d'achat. Une commission des syndicats de l'OCDE, incluant donc les syndicalistes américains et britanniques, a demandé au G8 que soit créé « un groupe de travail pour étudier les dangers que fait peser sur le système financier international la formidable croissance des investissements à effet de levier ». Ils réclament une approche fiscale et réglementaire commune par les principaux pays industrialisés. Aux États-Unis<sup>3</sup> et en Grande-Bretagne<sup>4</sup>, pays pourtant peu suspects de diaboliser les profits, mêmes rapides, des voix s'élèvent pour renforcer le contrôle et la transparence de ces entités non réglementées, voire pour remettre en cause certains avantages fiscaux.

13

---

\* Direction des études économiques, Crédit agricole.

## PRIVATE EQUITY ET CAPITAL-INVESTISSEMENT

Les fonds dits de *private equity* sont des fonds qui investissent en capital dans des sociétés. Le caractère « private » se réfère en théorie à la manière dont ces fonds ont été levés sans recours à l'épargne publique. Ils ne sont donc pas réglementés par les autorités de marché. Les investisseurs dans les fonds de *private equity* sont des institutionnels ou des particuliers considérés comme avisés du fait du montant élevé du ticket d'entrée.

Précisons tout d'abord que le *private equity* partout diabolisé est une forme particulière, le *leverage buy-out* (LBO), montage financier dans lequel les investisseurs prennent le contrôle total d'une cible en utilisant un levier d'endettement significatif. Sous la même dénomination, on trouve d'autres types d'investisseurs qui, tel Crédit Agricole Private Equity (CAPE), prennent des participations minoritaires par des apports en capitaux propres dans des sociétés nouvelles ou récentes (capital-risque) ou en croissance (capital-développement), sans recours à l'endettement. Ces deux formes de *private equity* sont réunies sous la même bannière professionnelle, l'AFIC (Association française des investisseurs en capital) en France et l'EVCA (European Venture Capital Association) en Europe, mais les fonds LBO représentent 80 % des montants gérés en Europe.

14

Ces organismes publient les performances des fonds, ainsi d'ailleurs que les effets sur l'emploi de leurs investissements, globalisant les effets de stratégies financières bien différentes.

### LES FONDS LBO SONT LES PLUS PERFORMANTS EN EUROPE

Les chiffres publiés le 12 juin 2007 par l'EVCA détaillant les performances financières des fonds européens sont intéressants. Ils ont rallumé la polémique car ils ont, une nouvelle fois, mis en lumière la rentabilité supérieure des fonds LBO (tableau 1).

Tableau 1  
Taux de rendement des fonds de *private equity* européens

TRI en %	3 ans	5 ans	10 ans
Amorçage	2,3	-4,7	-1,1
Développement	6,9	1,2	7,1
Équilibré	6,6	-1,8	7,9
Total Capital Risque	5,0	-2,0	4,1
LBO	15,3	8,3	14,3
Généralistes	15,8	5,9	10,0
Total Private Equity	13,0	5,4	11,0

Source : EVCA

**Tableau 2**  
**Taux de rendement des fonds de *private equity* américains**

TRI en %	3 ans	5 ans	10 ans
Amorçage	5,5	- 5,4	38,3
Équilibré	12,8	1,8	16,8
Développement	10,5	2,7	9,4
Total Capital Risque	9,4	- 1,0	20,5
LBO	15,6	9,2	8,8
Total Private Equity	13,2	5,9	11,2
NASDAQ	7,8	8,7	7,1
S&P	9,9	5,2	7,5

Source : NVCA

La rentabilité moyenne annuelle<sup>5</sup> des fonds de *private equity* s'est ainsi élevée à 11 % sur les dix dernières années ; elle a atteint 14,3 % pour les fonds LBO, champions toutes catégories en Europe. Aux États-Unis, le classement s'inverse puisque les fonds LBO ont une moindre rentabilité (8,8 %) sur dix ans, que ceux du capital-risque dont le rendement s'élève à 20,5 % (tableau 2). Il est réconfortant de constater qu'aux États-Unis, contrairement à ce qui se passe en Europe, la loi de la finance qui stipule que le rendement est proportionnel au risque pris par l'investisseur est vérifiée. Les chiffres américains pour la rentabilité à trois ans et cinq ans montrent toutefois qu'il faut être patient car la hiérarchie n'est respectée qu'à l'horizon de dix années.

15

### *OBJECTIF ET MÉTHODES*

Les « méga-fonds LBO » ont beaucoup en commun avec les *hedge funds* ; la démarche est d'identifier des anomalies de marché pour atteindre un même objectif, maximiser leur taux de rentabilité, avec le même moyen, en utilisant un fort effet de levier. Les *hedge funds* visent de très faibles écarts qui deviennent des gains importants en multipliant le nombre d'opérations ; le *private equity* réalise peu d'opérations mais elles sont très bien préparées et généralement bien exécutées<sup>6</sup>.

Le but affiché est unique et clairement exprimé : maximiser le TRI. Les moyens pour y parvenir sont finalement peu nombreux. Une société crée de la valeur pour ses actionnaires si la rentabilité de ses capitaux investis (ROIC - *Return On Invested Capital*) après impôt est supérieure au coût moyen pondéré de ces mêmes capitaux investis. Pour abaisser ce dernier il « suffit » d'augmenter l'effet de levier, méthode d'autant plus efficace que les taux d'intérêt sur la dette sont bas. La limite au levier est en fait celle que les prêteurs mis en concurrence se fixeront.

Pour maximiser le ROIC, deux actions sont possibles : sur le numérateur, en augmentant le résultat d'exploitation et sur le dénominateur, en réduisant les capitaux investis. Pour augmenter la marge d'exploitation l'action la plus rapide, et la moins imaginative, est la réduction des coûts, d'où la mise en place de plans de restructuration parfois agressifs. Pour diminuer les capitaux investis il existe plusieurs pistes : aux actions de gestion classiques de réduction des stocks et du poste client, s'ajoutent rapidement des techniques un peu plus sophistiquées d'ingénierie financière, mais, de plus en plus, des inflexions stratégiques qui font évoluer le *business model* de l'entreprise. C'est ainsi que les fonds de *private equity* se sont intéressés aux sociétés de semi-conducteurs (NXP, Freescale) et sont en train d'accélérer leur transformation vers des sociétés « fabless » (sans usine) afin de réduire drastiquement le coût jusqu'alors très élevé de leurs investissements industriels. Cette transformation a un double effet : elle rend disponible des *cash flows* qui vont désormais pouvoir rembourser la dette d'acquisition ou rémunérer les actionnaires et elle diminue le montant des capitaux investis nécessaires à l'exploitation.

### DES STRATÉGIES DE PLUS EN PLUS SOPHISTIQUÉES

16

Dans leur premier âge, au siècle dernier, les fonds LBO se contentaient de stratégies un peu primaires et parfois brutales :

- la « traite », où la cible était acquise pour la qualité et la stabilité de ses *cash flows* utilisés pour rembourser la dette d'acquisition. C'est le cas encore aujourd'hui des sociétés gérant des infrastructures ou quasi-infrastructures (Eutelsat, TDF) ;
- la « vente à la découpe » où l'anomalie exploitée est le fait que dans les conglomérats où les activités possédées sont peu synergétiques, la somme des valeurs des parties est généralement supérieure à la valeur du tout. La dette est rapidement remboursée par les produits des cessions.

Aujourd'hui, la démarche est souvent plus complexe. Elle intègre en amont une réflexion très approfondie sur la cible, son positionnement, les perspectives de son secteur et sur les possibilités de mise en œuvre de nouvelles stratégies qui permettraient de « créer de la valeur ». Il ne s'agit plus ici seulement de « couper les coûts » ; les anomalies ayant tendance à se résorber (une rumeur sur ATOS a ainsi fait monter son cours de 25 % en une séance). Il faut se montrer plus imaginatif et donc viser plus de croissance, par de nouveaux produits ou services ou une expansion internationale, et plus de marge, *via* de nouveaux *business models* ou une croissance externe agressive - « build up » - pour accélérer « l'oligopolisation » du marché. Ainsi, la constitution en France d'un acteur unique dans le câble, CINVEN ayant acquis successivement

Numericable et Noos. La reprise de Rexel par Eurazeo et Clayton Dubilier et Rice en 2005 n'a pas empêché Rexel de prendre le contrôle de GE Supply en 2006 doublant le chiffre d'affaires réalisé aux États-Unis, et l'acquisition d'Hagenmayer fin 2007 en compétition avec Sonepar.

Ce *private equity* « new look » se rapproche davantage du « capital-investissement » traditionnel, et de ses ambitions de création de valeur par le développement et la croissance. Il s'en différencie par l'efficacité accrue que permettent le contrôle et la focalisation absolue sur la performance financière. De plus, il y a alignement total des intérêts financiers de toutes les parties prenantes : managers de l'entreprise acquise (détenteurs généralement d'un nombre significatif d'actions), gérants du fonds (« carried interest ») et actionnaires de ces derniers.

### *UN « COURT-TERMISME » DÉSORMAIS RELATIF*

Le rapprochement porte également sur l'horizon de l'investissement du *private equity* « nouveau ». Les stratégies mises en œuvre nécessitent un peu de temps pour se concrétiser dans les comptes d'exploitation et les bilans. La critique de « court-termisme », justifiée par certains allers retours observés encore récemment<sup>7</sup>, ne peut s'appliquer ici. Même si l'horizon est moins éloigné que celui de certains actionnaires familiaux, il l'est probablement plus que celui du management des sociétés cotées. Soumis à la pression d'un actionariat éclaté mais très versatile et à celle de la composante variable de sa rémunération, ce dernier est incité à maximiser les prochains résultats trimestriels.

17

### *ET LE PRIVATE EQUITY DEVIENT PUBLIC*

Un des arguments mis en avant par le *private equity* pour acquérir des cibles cotées est de libérer la société des contraintes de la Bourse, du « court-termisme » des analystes et des investisseurs, de la transparence (Sarbanes-Oxley), et de ses coûts. Il est dès lors assez cocasse de constater que les chantres du *private* se sont précipités pour devenir public en s'introduisant en Bourse. KKR a ainsi introduit à Amsterdam le 3 mai 2006 KKR Private Equity Investors LP, « a Guernsey Limited Partnership ». Blackstone a réalisé le 22 juin 2007 une opération similaire à Wall Street levant plus de 4 Md\$ pour l'opération d'introduction en Bourse la plus importante réalisée sur les cinq dernières années. Le cours de l'action gagnait 13 % en séance pour terminer à 35,16 \$.

Devenant publics, ces fonds ne faisaient qu'imiter Wendel Investissement, fonds français de *private equity*, coté depuis plus de quinze ans. Notons d'ailleurs que ce dernier, symétriquement, transformait sa pratique. Alors que la CGIP<sup>8</sup> ne prenait que des participations

minoritaires au capital des sociétés dans lesquelles elle investissait, Wendel Investissement a désormais adopté le contrôle majoritaire et l'effet de levier agressif des fonds LBO américains.

### UNE CRISE... MAIS PAS LA FIN D'UN MODÈLE

Pour expliquer le revirement stratégique que constituaient ces IPO, certains observateurs évoquaient l'opportuniste possible d'acteurs qui levaient prudemment des fonds avant des temps qui pourraient devenir plus difficiles. La crise financière apparue fin juillet a confirmé que S. Schwarzman, président de Blackstone Group, est un investisseur particulièrement avisé. L'action a perdu plus de 50 % depuis lors ; celle de KKR plus de 40 %. La brutale hausse des taux d'intérêt, l'assèchement des liquidités, le retour de l'aversion aux risques des banques et investisseurs, ont mis en difficulté et parfois contraint à annuler certaines transactions. La bulle a éclaté mais le *private equity* saura s'adapter comme il l'a déjà fait après la crise des *junk bonds* : les obligations « pourries » font désormais partie de la palette financière classique sous le nom d'obligations « à haut rendement » ! Avec la crise actuelle, le *deal flow* s'est très largement ralenti mais les premiers frémissements d'une renaissance apparaissent avec une plus juste répartition des risques entre prêteurs et actionnaires, risques par ailleurs mieux appréciés et mieux rémunérés... Jusqu'à une nouvelle innovation financière qui fera éclore la prochaine bulle...

18

### NOTES

1. *Barbarians At The Gate* livre de B. Burrough et J. Helvar racontant l'acquisition de RJR Nabisco par les fonds KKR en 1988.
2. Selon la déclaration du secrétaire du SPD, Franz Müntefering, en avril 2005.
3. Un sénateur républicain, Charles E. Crassley, membre du Comité des finances du Sénat, voudrait taxer les « carried interest » comme des revenus et non comme des plus-values en capital. Voir <http://www.nytimes.com/2007/03/11/business/yourmoney/11deal.html?ex=1331269200&cen=0631a523333e9a65&ei=5088&partner=rssnyt&emc=rss>
4. cf. « Private Equity: a discussion on risk and regulatory engagement ». FSA November 2006, [http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06\\_06.pdf](http://www.fsa.gov.uk/pubs/discussion/dp06_06.pdf)
5. Ces rentabilités sont calculées après prélèvement des frais de gestion et des « carried interest », part des plus-values réalisées par le fonds qui est attribuée aux gestionnaires et non aux actionnaires du fonds d'investissement.
6. Un autre point commun est le mode de rémunération des gérants. Warren Buffett parle du « 2 et 20 » ; 2 % du montant des fonds gérés et 20 % des plus-values réalisées (carried interest).
7. L'objectif de maximisation du TRI passe aussi par une gestion optimale du temps, facteur clé de son calcul. Pour une plus-value donnée, le TRI est d'autant plus élevé qu'elle aura été réalisée en peu de temps.
8. La CGIP Compagnie générale d'industrie et de participations devient Wendel Investissement en 2002 après fusion avec Marine Wendel.