

Est-il trop tard pour investir dans le private equity ?



L'histoire de l'épargne financière est en constante évolution. En 564 avant JC, le roi Crésus de Lydie établissait la première monnaie internationale reposant sur l'or. La bourse de commerce à Paris a été créée en 1639. Le 22 Mai 1818, Benjamin Delessert, le fondateur de la Caisse d'Epargne, inventait le livret A. C'est un jour de Saint-Valentin, en 1964, que naquirent les premières sicav françaises, suivies, la même année, par la « Civile

Foncière » (ancêtre de la SCPI). Le 1^{er} Mai 1975, John Clifford Bogle lançait Vanguard et son premier fonds indiciel. Le 16 Juin 1976, Gérard Athias révolutionnait l'assurance-vie grâce à son association d'épargnants, l'Afer.

La dernière innovation financière, le capital investissement (« private equity »), s'est démocratisée plus lentement. KKR, le « barbare » rendu célèbre dans les années 1980 par son raid sur RJR Nabisco, a été fondé en 1976. En France, le marché du private equity s'est progressivement structuré autour de pionniers tels Robert Daussun qui a créé LBO France en 1985. Depuis, il s'est très vite développé. Le capital investissement occupe aujourd'hui une place prégnante pour l'investissement et le financement des entreprises.

Les épargnants français ont, dans un premier temps, investi dans le capital investissement sans le savoir, au travers notamment des fonds gérés par leurs assureurs.

Mais ce sont les Pouvoirs Publics qui ont été à l'origine de la démocratisation des fonds d'investissement en créant de nouveaux véhicules, les Fonds Communs de Placement pour l'Innovation (FCPI) en 1997 et les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP) en 2003. Ces fonds ont été dotés d'avantages fiscaux significatifs pour encourager l'investissement dans des entreprises innovantes ou « régionales ». Les débuts ont été difficiles mais le marché, dopé par la loi TEPA, s'est depuis professionnalisé. La suppression de l'ISF s'est traduite par un recul de la collecte des FIP et FCPI. Mais, dans le même temps, le marché du « private equity » s'est diffusé auprès des épargnants grâce à la création ou à la banalisation de nouveaux supports (FPCI, FCPR), la diversification des classes d'actifs (LBO, dettes privées, ...), de nouveaux avantages fiscaux (article 150-B ter du Code Général des Impôts qui permet aux holdings ayant cédé une participation de reporter l'impôt sur les plus-values en investissant dans des FCPR ou FPCI) et, enfin, l'inclusion de ces supports dans les contrats d'assurance-vie.

Comment le « private equity » se distingue-t-il des autres formes de financement ?

Les entreprises publiques sont confrontées depuis l'origine aux problèmes nés de la théorie de l'agence. Adam Smith estimait déjà au 18^{ème} siècle que *« les directeurs étant les régisseurs de l'argent d'autrui plutôt que de leur propre argent, on ne peut guère s'attendre qu'ils y apportent cette vigilance exacte et soucieuse que les associés d'une société apportent souvent dans le maniement de leurs fonds »*. Les exemples abondent pour montrer que l'intérêt de l'entreprise et celui de ses dirigeants divergent. Ainsi, comment les organes de direction de Suez peuvent-ils justifier la création d'une fondation hollandaise pour abriter leurs activités françaises sans l'accord

des actionnaires alors que le seul intérêt de cette manœuvre est d'empêcher une OPA qui, entre autres conséquences, leur ferait perdre leur emploi ?

Le « private equity » est construit pour permettre un alignement des intérêts entre les propriétaires des entreprises et leurs « régisseurs », qu'il s'agisse des dirigeants des sociétés « cibles » ou des managers des fonds d'investissement. Chacun est intéressé à la réussite, au travers de « management package » ou de « carried interest ». La motivation est financièrement suffisamment incitative pour que personne n'ait intérêt à s'enrichir personnellement au détriment de la société.

Les investissements sont organisés sous forme de projets. Les fonds portent les entreprises durant une période limitée (entre cinq et dix ans). Ils doivent créer de la valeur durant cette période. Les sociétés de gestion imposent une feuille de route aux dirigeants afin qu'ils optimisent la gestion et développent l'activité. Les entreprises cibles ont le temps de mener à bien leur projet, sans la contrainte de la publication de bilans trimestriels. Les comptes entre les différents intervenants (société cible, société de gestion, actionnaires des fonds) sont établis lors de la revente de la société.

La performance est dopée par un recours important à l'endettement qui permet d'une part, d'augmenter le taux de rendement de l'opération (en cas de succès) et d'autre part, de concentrer le management sur ses objectifs (la moindre erreur peut être fatale).

Pourquoi le « private equity » est-il devenu la classe d'actifs « tendance » ?

La réussite du capital investissement repose sur quatre facteurs principaux.

Les résultats ont été au rendez-vous.

Les thuriféraires du capital investissement prétendent que leurs performances sont meilleures que les actifs cotés grâce notamment au professionnalisme des sociétés de gestion et à l'alignement des intérêts. Même si les analyses statistiques ne sont pas évidentes et parfois discutables, il semble que cela soit effectivement le cas, au moins jusqu'à une période récente. Ainsi, une étude publiée en 2005 par Steven Kaplan a mis en évidence la surperformance moyenne des fonds de LBO et de capital risque par rapport à l'indice SP&500.

Les capitaux ont afflué

Les universités américaines ont été les premières à investir significativement leurs fonds de dotations dans du « private equity ». Les fonds de pension américains, qui ont un horizon d'investissement très

lointain, n'ont pas tardé à les imiter, suivis par les fonds souverains souvent créés pour faire fructifier à long terme les profits nés de la manne pétrolière. Aujourd'hui, tous les acteurs économiques majeurs investissent dans le « private equity ». Les liquidités sont abondantes.

Le « désamour » vis-à-vis des marchés financiers traditionnels

Le nombre de sociétés cotées en bourse ne cesse de décroître depuis dix ans. Plusieurs raisons expliquent ce phénomène. Les coûts liés à l'introduction et au suivi sont importants. La réglementation est de plus en plus contraignante. Les marchés des petites valeurs sont insuffisamment liquides, surtout depuis l'adoption de la réglementation MIFID 2. Aux Etats Unis, la loi Sarbanes-Oxley, votée après le scandale Enron en 2002, constitue toujours un corset dissuasif pour les entreprises cotées. Enfin, les meilleurs talents managériaux privilégient le capital investissement, plus motivant et plus lucratif.

En regard, les fonds de « private equity » bénéficient d'une réglementation beaucoup plus souple et d'une fiscalité favorable.

L'ouverture à de nouvelles classes d'actifs

Originellement, le « private equity » se résumait aux opérations de LBO et de capital risque. Il a ensuite intégré le capital développement, le retournement, la mezzanine (dettes subordonnées), ..., instruments susceptibles de créer de la valeur grâce à la performance des entreprises « cibles ».

Mais, depuis une dizaine d'années, les fonds investissent également dans de la dette, en concurrence avec les banques et avec les marchés financiers. En effet, la réglementation contraint les banques à limiter la taille de leurs crédits. La dette obligataire ne peut être émise que par les entreprises les plus importantes. Il y avait une place à prendre. Des fonds d'investissement spécialisés ont été créés pour occuper cet espace. Ils sont généralement plus chers que les banques et que les marchés financiers mais également plus agiles, plus souples et plus réactifs.

Quels sont les points d'attention ?

Les résultats passés sont parfois cachés.

Les performances des OPCVM sont fiables, publiques et susceptibles d'être comparées à des « benchmarks ».

Pour le « private equity », l'information est plus confidentielle. Les actionnaires les plus puissants (« LP » pour « Limited Partners ») disposent

de données fiables. Les autres doivent être prudents. Le « private equity » est un métier de temps long. Il faut attendre huit à dix ans pour connaître la rentabilité de son investissement. La profession regorge de « merles chanteurs » qui oublient de communiquer sur les fonds les moins performants de leur gamme, annoncent des résultats sur des fonds encore actifs (pour lesquelles la performance est théorique et, pour une large part, potestative), ou promettent des rendements qui n'engagent que ceux qui souscrivent. Cette opacité est d'autant plus dommageable que l'analyse des résultats passés permet souvent de mesurer le degré de professionnalisme de l'équipe de gestion.

Les résultats passés ne prédisent pas les performances à venir.

Les performances des fonds sont souvent bâties sur la réussite, parfois exceptionnelle, de quelques investissements, les grenouilles qui se transforment en princesses. Les FCPI qui avaient investi dans Criteo s'en souviennent encore.

Mais aujourd'hui, compte tenu de l'afflux des capitaux, les grenouilles vont se multiplier, pas les princesses. Il sera difficile de trier le bon grain de l'ivraie. Les performances moyennes futures risquent de s'en ressentir. Et il faudra attendre dix ans pour le mesurer...

Dans ce contexte, nous conseillons aux épargnants de privilégier les sociétés de gestion les plus expérimentées, les plus professionnelles et disposant d'une taille suffisante.

Les frais pèsent sur la performance future :

Traditionnellement, les sociétés de gestion facturent aux fonds ouverts aux professionnels des honoraires correspondant à 2 % des encours et, à la sortie, 20 % de la surperformance après dépassement de l'objectif de performance. Cela équivaut aux honoraires facturés par les sociétés de gestion des OPCVM « actions » (pour le grand public).

Dans le « private equity », les honoraires sont sous pression : les LP les plus riches estiment qu'ils sont plantureux. Pour l'épargnant moyen, ce niveau de frais constitue un rêve inaccessible. Les coûts de distribution et de gestion pèsent beaucoup trop lourdement. C'est pourquoi la fourchette attendue de rendement annuel sur les fonds les plus performants, qui s'échelonne de 10 à 15 % pour les investisseurs professionnels, doit être abaissée à 5 à 10 % pour les particuliers.

L'investisseur doit être vigilant : les frais constituent le seul élément certain de la performance lors de la souscription.

Investir dans le « private equity » via l'assurance-vie ne répond pas à toutes les situations :

Toutes les solutions d'investissement en capital investissement dans l'assurance-vie ne se valent pas. La qualité des véhicules proposés diverge. Les montants minimum également. Enfin, il est important d'analyser comment la liquidité du support est organisée par l'assureur. Certains se contentent de remettre les parts des fonds aux souscripteurs des contrats, ce qui ne garantit en rien la liquidité du placement.

Par ailleurs, si l'assurance-vie apporte des avantages fiscaux et en termes de transmission indéniables, ces derniers doivent être mesurés par rapport aux frais de gestion encourus. Cela dépend au final de la situation personnelle du souscripteur.

Pour plus d'informations :

- Téléphone : 01.42.85.80.00
- Courriel : info@maubourg-entreprise.fr