



L'essor du non coté : les portes du paradis ou voyage vers l'enfer ?

La finance n'est pas exempte d'anachronismes.

Les investisseurs affluent vers les fonds passifs qui ont pour seul objet de répliquer un indice boursier le plus fidèlement et le plus économiquement possible. Ce sont les fameux ETF (Exchange Traded Bonds) encore appelés « trackers ». Il n'y a pas mieux pour indexer sa performance sur les marchés financiers. Les ordinateurs y règnent en maître.

Dans le même temps, il se précipitent également vers le « non coté » qui est l'antithèse de la Bourse. On y trouve en effet tous les actifs qui ne sont pas négociés sur les marchés organisés : capital investissement, immobilier, dette privée, « hedge funds ». La durée d'immobilisation des fonds est longue (de 8 à 15 ans), les frais de gestion plantureux, les gérants starisés. Jusque-là réservés aux investisseurs institutionnels (assureurs, fonds de pension, ...), ils se sont développés auprès des « family office » et sont aujourd'hui proposés aux particuliers, parfois même au sein de contrats d'assurance-vie.

Leur succès est croissant. Leurs encours ont progressé de 44 % en cinq ans pour représenter 23 % des investissements professionnels. Le fonds de Softbank, Vision 1, a réuni la somme colossale de 100 milliards de dollars. Son dirigeant, Masayuki Son, cherche à lever 100 milliards supplémentaires (aux dernières nouvelles, ce ne serait pas facile). Les sociétés de gestion de ces fonds privés (Apollo, Blackstone, Carlyle) se sont, curieusement, cotées en bourse, et sont devenues les nouvelles vedettes de la cote.

Pourquoi un tel succès ?

Depuis les années 1950, les économistes, parmi lesquels John Kenneth Galbraith, ont mis en évidence un défaut majeur dans le fonctionnement des sociétés cotées qu'ils ont appelés « coût d'agence ». Il peut se résumer ainsi. Les investisseurs sont trop nombreux et insuffisamment organisés pour contrôler le management. Les dirigeants agissent en fonction de leurs intérêts propres. Ils privilégient le court terme à un

horizon plus lointain. Leur objectif est de cocher les cases leur permettant de maximiser leurs bonus. Ils sont sensibles aux opérations de croissance externe qui valorisent leur ego. Ils détestent les investisseurs activistes qui cherchent à les contrôler, convainquant fréquemment les autorités politiques et économiques de se ranger à leurs côtés. Pourtant, les sociétés qu'ils dirigent ne leur appartiennent pas. Il y a donc conflit d'intérêt entre les dirigeants d'une entreprise cotée et leurs actionnaires. Le coût généré par ce conflit d'intérêt est appelé « coût d'agence ».

Les gérants de fonds de capital investissement ont appris à maîtriser le management. Les dirigeants sont contraints d'investir financièrement dans le projet financier. Ils ne s'enrichiront que si la société peut être revendue avec une forte plus-value au terme de la période d'investissement. Ils sont étroitement surveillés et écartés en cas de faute ou de mauvaise gestion.

Ce n'est pas la seule explication au développement du « non coté ». Les sociétés inscrites sur les marchés financiers de taille moyenne sont moins bien suivies par les analystes du fait d'une part, du poids croissant des fonds indiciels et d'autre part, de l'alourdissement de la réglementation. C'est ainsi qu'en Europe, « MIFID 2 » a contraint les sociétés de gestion d'OPCVM à payer leur recherche sur les actions ce qui, en pratique, a conduit à une forte diminution du nombre d'analystes.

L'absence de liquidité ne constitue pas une contrainte majeure pour les investisseurs institutionnels qui ont eux-mêmes des engagements à très long terme.

Les résultats ont encouragé l'afflux de capitaux. Les meilleurs fonds d'investissement ont dégagé des performances nettement supérieures aux marchés financiers, même après avoir généreusement rémunérés leurs gérants. Les meilleures rentabilités proviennent des fonds de LBO qui ont bénéficié à la fois de la croissance économique et de conditions financières très favorables.

De manière générale, les sociétés contrôlées par des fonds d'investissement se développent plus rapidement, dégagent une meilleure rentabilité et investissent plus que leurs concurrentes cotées. L'empilement de dettes peut devenir une vertu car il contraint le management à user avec frugalité des deniers de l'entreprise.

Mais, suivant l'avertissement de l'AMF, les résultats passés ne préjugent pas des performances à venir. Si Masayuki Son rencontre des difficultés pour lever 100 milliards de dollars supplémentaires, c'est parce qu'il a connu quelques échecs cuisants, le plus emblématique étant WeWork qui a échoué à s'introduire en Bourse.

L'afflux de capitaux pourrait-il conduire à une diminution des taux de rendement sur le non coté ?

Les meilleures années du non coté sont-elles derrière nous ?

Première conséquence du succès du non coté : le prix des entreprises cibles a augmenté. Jusqu'à récemment, les sociétés acquises par des fonds d'investissement

étaient moins bien valorisées que les sociétés cotées. Ce n'est plus le cas aujourd'hui. Par exemple, en France, la valeur d'entreprise des sociétés cotées détenues par les OPCVM (petites et moyennes capitalisation) est en moyenne inférieure de 20 à 30 % à celles acquises par des fonds d'investissement. Il y a quelques années, la société Delachaux a, au dernier moment, renoncé à son introduction en Bourse pour être vendue, plus chère, à un fonds d'investissement. Plus difficile de dégager de somptueuses plus-values dans un tel contexte !

Les sociétés de gestion spécialisées dans le non coté sont elles-mêmes devenues des paquebots plus difficiles à manœuvrer. Elles ressemblent de plus en plus aux conglomérats des années 1970 (ITT, Compagnie Générale d'Electricité, Mitsui, ...) qu'elles ont contribué à faire disparaître. Leurs coûts fixes ont explosé. Les sommes qu'elles collectent doivent être investies rapidement alors que les cibles se raréfient, faisant craindre une accumulation de « dry power » (sommes levées en attente d'investissements).

L'absence de liquidité commence également à gêner certains investisseurs qui découvrent que les appels de fonds pour lesquels ils se sont engagés surviennent au mauvais moment et que la période d'immobilisation des fonds est supérieure à celle prévue à l'origine (ceux qui ont investi dans des FIP ou FCPI comprendront leurs problèmes...). Un marché secondaire s'est bien organisé pour répondre à ce problème mais il reste encore imparfait.

Enfin, le non coté génère lui aussi ses propres coûts d'agence. Il y a un conflit d'intérêt patent entre les gérants des fonds (VC comme « Venture Capitalist » et les investisseurs (« Limited Partners »). Les VC disposent d'un degré de liberté important pour acheter les sociétés, les valoriser et les revendre. Ils savent en profiter durant toute la période d'investissement. Ce n'est pas avant une période d'une dizaine d'années que les LP sauront si leur argent a été bien investi. Le train de vie fastueux qu'affichent les VC les plus célèbres devrait les rendre méfiants.

Le non coté vaut-il la peine pour l'investisseur particulier ?

Cette accumulation de risques interpelle l'épargnant alors qu'il est sollicité par son banquier, son assureur ou son conseiller financier qui vantent les résultats passés du non coté pour promettre des rendements futurs supérieurs à ceux des fonds en euros. La question ne se posait pas jusqu'à présent puisqu'à part quelques fonds fiscaux, l'offre était limitée. Elle est devenue beaucoup plus importante aujourd'hui entre FCPR, FPCI, fonds immobiliers, fonds de dettes privées et autres fonds « evergreen ».

Le non coté reste une classe d'actif qui mérite l'intérêt. L'immobilisation des fonds sur une longue période et l'alignement des intérêts entre le management et les investisseurs constituent encore un atout pour un placement de longue durée.

Mais deux types de précaution doivent être prises : bien choisir le marché sur lequel investir et sélectionner les meilleurs gérants. Ce n'est pas facile.

Bien choisir son marché est important car le capital investissement n'est pas homogène : capital risque, capital développement, LBO, dette privée, fonds immobiliers, fonds alternatifs, ... Il est difficile de s'y retrouver pour un non spécialiste. Les secteurs présentant les meilleures perspectives sont, selon nous, le capital développement et les fonds immobiliers. Ils pâtissent tous deux d'un excès de capitaux. Mais le capital développement bénéficie du fait que notre économie produit des entreprises en croissance rapide qui ont besoin d'être accompagnées financièrement. L'immobilier est avantagé par les taux d'intérêt et la croissance démographique.

Le capital risque est historiquement la classe d'actifs la plus risquée. Il s'apparente bien souvent à une grande loterie.

Le marché de la dette privée est de plus en plus encombré.

Les fonds de LBO et les « hedge funds » sont difficiles d'accès pour la clientèle de particuliers.

Notre marché préféré ? Le secondaire. Des fonds ont été constitués pour racheter les participations de LP qui souhaitent sortir avant l'échéance. Les prix y sont plus attractifs. Parmi les acteurs présents sur ce marché, la société ACG qui commercialise le fonds Oddo Secondaries Opportunities que nos clients ont pu souscrire.

Bien choisir la société de gestion est la deuxième condition à remplir avant d'investir dans le non coté. C'est toujours un pari puisqu'à chaque nouveau fonds, la société de gestion « remet les compteurs à zéro ». Mais celles qui ont pris l'habitude de réussir se révèlent souvent les mieux placées pour apporter du rendement aux nouveaux investisseurs.

Notre Cabinet privilégie deux approches.

D'une part, nous sélectionnons les sociétés de gestion ouvertes jusque là aux seuls investisseurs institutionnels qui créent des compartiments dédiés aux particuliers. Nous avons ainsi commercialisé des fonds lancés par LBO France, Ardian, ACG.

D'autre part, nous avons identifié quelques acteurs issus du capital investissement « fiscal » qui ont su élargir leur compétence et ont montré leur professionnalisme dans la gestion de leurs FIP et FCPI : Eiffel Alto et Nexstage notamment.

Le meilleur des deux mondes ? Idinvest. Cette société de gestion est à la fois ouverte aux institutionnels et a fait ses preuves dans le capital investissement fiscal.

Pour plus d'informations :

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