



LE CAPITAL INVESTISSEMENT EN EUROPE : QUELLE PHYSIONOMIE À TERME POUR CE MARCHÉ EN CROISSANCE ACCÉLÉRÉE ?

Fabrice PANSARD

Responsable du Département des études,
Direction de la régulation et des affaires internationales,
Autorité des marchés financiers

Résumé

Le marché européen du capital investissement (private equity), mesuré à partir de l'activité des intermédiaires spécialisés résidents, a crû très significativement depuis une dizaine d'années, comme en témoigne la progression remarquable des fonds levés et des investissements réalisés. En 2006, les fonds levés par les investisseurs en capital européens se sont ainsi montés à 90 milliards d'euros, contre 48 milliards en 2000 et seulement 8 milliards en 1996. Le capital investissement regroupe néanmoins des types d'investissement de nature assez différente. Cohabitent ainsi des opérations de financement d'entreprises nouvelles ou en expansion, qui ont besoin de capitaux pour financer leur développement (capital risque et capital développement, ou venture capital), et des opérations de rachat d'entreprises déjà établies, préalablement cotées ou – plus généralement – non cotées sur un marché d'actions (capital transmission ou buyouts).

Depuis dix ans, les opérations de capital transmission se renforcent et deviennent, en valeur, très largement prépondérantes en Europe : en 2006, elles se sont montées à 39 milliards d'euros (dette exclue), soit plus des trois quarts du montant total des flux d'investissement. Elles bénéficient d'une conjonction de facteurs, tant conjoncturels, comme l'abondance de liquidités et la faiblesse des taux d'intérêt, que structurels (recentrage des groupes sur leur cœur de métier, départs à la retraite de nombreux chefs d'entreprise, etc). En revanche, le capital risque, qui porte sans doute encore les stigmates de l'éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques, et le capital développement, ont connu une progression moins marquée : en 2006, les investissements sur ces deux segments ont atteint 11,3 milliards d'euros.

Les investisseurs, institutionnels ou particuliers, du capital investissement interviennent sur ce marché par le biais de véhicules spécialisés, qui prennent la forme de fonds d'investissement, de sociétés de capital risque ou encore de sociétés anonymes (holding financiers). Parfois, lorsque la réglementation l'autorise, ces fonds ou sociétés d'investissement sont cotés sur les marchés d'actions. En Europe continentale, les banques jouent un rôle important en tant qu'investisseurs (par exemple, près de 30% des fonds levés au cours de la période 2001-2005 en France). A l'opposé, au Royaume-Uni, ce sont les fonds de pension (domestiques et surtout étrangers) qui constituent les acteurs dominants (environ le tiers des fonds levés entre 2001 et 2005). Un mouvement de convergence pourrait cependant s'opérer, via une présence plus massive des gestionnaires institutionnels dans certains pays d'Europe continentale (éventuellement les compagnies d'assurance en France) et une érosion relative des acteurs bancaires. Au total, il reste pourtant difficile de dresser des perspectives de demande à moyen-long terme. D'un côté, certains facteurs plaident pour une croissance soutenue, comme la sous-implication actuelle des investisseurs institutionnels européens, la montée en puissance de l'épargne longue et la nécessaire couverture des besoins en capital des entreprises et particulièrement de celles de taille petite ou moyenne. D'un autre côté, le capital investissement devra trouver

sa place dans un processus de généralisation de dispositifs d'épargne retraite à cotisations définies, qui confèrent aux particuliers la responsabilité de l'allocation stratégique d'actifs. A ce stade, il existe en effet une forte incertitude sur la manière dont se réaliseront les choix de portefeuille au sein de ce type de plans d'épargne de long terme.

En théorie, le rendement du capital investissement doit offrir une prime compensatrice du risque et de la faible liquidité de ce type d'actifs. Les études empiriques disponibles, émanant en particulier du monde académique, aboutissent cependant à des résultats contrastés quant à la performance du capital investissement relativement à celle des actifs concurrents, en l'occurrence les actions cotées. Sur cette base, il semble ainsi difficile de conclure à une sur-performance ou à une sous performance du capital investissement à moyen et long terme. Les performances des fonds de capital investissement présentent par ailleurs au niveau individuel une forte hétérogénéité, en fonction de la qualité des gestionnaires : des fonds aux performances très élevées cohabitent avec des fonds très peu performants. Il est donc crucial, pour l'investisseur, de sélectionner avec rigueur les structures et les gérants auprès desquels il effectuera ses placements. Enfin, les performances du capital investissement apparaissent globalement corrélées dans le temps avec les marchés d'actions cotées. L'intensité de cette corrélation pourrait cependant être suffisamment faible pour que l'introduction de fonds de capital investissement au sein d'un portefeuille d'actifs puisse induire un gain en matière de diversification.

Le capital investissement s'adresse principalement aux entreprises de taille petite ou moyenne non cotées. Cependant, le développement très rapide des opérations de LBO de grande taille est potentiellement source de risque pour le régulateur de marché. Quatre risques principaux ont ainsi été identifiés, sur ce segment particulier :

- les flux importants en direction des fonds de buyout risquent de se traduire par une baisse des primes de risque ou, ce qui est équivalent, par une élévation significative des prix d'acquisition. Il pourrait en résulter à terme pour les investisseurs finaux des performances plus faibles et une mauvaise allocation du capital. Ce risque peut être renforcé par la difficulté à valoriser les participations en portefeuille, en l'absence de cotation des titres sous-jacents et en dépit des diligences et des efforts déployés récemment par les investisseurs en capital pour améliorer et standardiser leur méthode de valorisation ;
- l'accès actuellement facile au crédit pour les opérations de buyout peut conduire à un endettement excessif, fourni par des acteurs qui ne porteraient pas nécessairement jusqu'à leur terme le risque de crédit et céderaient leurs créances sur le marché secondaire. Le risque principal pourrait être un affaiblissement de la qualité du crédit des portefeuilles de dette des investisseurs institutionnels ;
- le développement des opérations de capital transmission de grande taille sur des entreprises cotées peut impliquer à court terme une érosion de la cote des marchés boursiers. Une telle évolution pose la question de son impact sur la transparence des activités économiques et plus généralement l'effi-

cacité du système financier. Ce risque est cependant pour l'instant d'intensité modeste et doit être évalué en prenant en compte une perspective de long terme et le rôle des capital investisseurs dans la dynamique future des introductions en bourse, car, au bout d'un cycle, les entreprises sorties de la cote y reviennent souvent, sous une forme similaire ou après restructuration ;

- les investisseurs du marché du capital investissement sont pour l'essentiel des investisseurs institutionnels qui ont a priori la capacité et la surface financière pour faire face au risque inhérent à ce type de placement. Le risque d'une diffusion excessive des produits de capital investissement auprès des particuliers apparaît pour l'instant très modeste, même si la cotation récente de certains fonds d'investissement, tel que KKR PEI au Pays-Bas, soulève la question des circuits de distribution et des conséquences que pourrait avoir pour les particuliers un accès plus large à ce type de placement.

L'identification de ces risques, qui, encore une fois, concernent principalement les grandes opérations de LBO, permet de formuler quelques pistes d'action possibles dans le proche avenir :

- l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) a publié en mars 2007 un rapport sur les procédures de valorisation des actifs illiquides détenus par les fonds de gestion alternative. Les principes préconisés à cette occasion pourraient utilement inspirer une réflexion du même type sur la valorisation des actifs non cotés détenus par les fonds de capital investissement, en prenant en compte les standards de valorisation développés par les associations professionnelles au plan international ;
- le risque d'un endettement excessif dans le cadre des opérations de buyout soulève la question de l'appréciation du risque de crédit par le marché et, le cas échéant, du rôle des agences de notation. L'Autorité des marchés financiers a en charge chaque année la rédaction d'un rapport sur l'activité des agences de notation, qui devrait permettre de s'assurer, en liaison avec les autorités bancaires, que le risque de crédit découlant des opérations de rachat avec effet de levier est correctement appréhendé par ces agences ;
- le développement du "go private" et l'érosion de la cote des principaux marchés boursiers posent la question de la compétitivité comparée des différentes techniques de financement à la disposition des entreprises. Une étude plus précise de l'Autorité des marchés financiers sera donc entreprise pour mieux cerner les raisons, à la fois réglementaires et économiques, pouvant conduire les entreprises à organiser leur sortie de la cote ou à hésiter face à une introduction en bourse ;
- la cotation de fonds de capital investissement doit enfin susciter une réflexion du régulateur sur les conditions pratiques de transparence de ces fonds et sur la nécessité ou non de préciser le cadre réglementaire européen en la matière, en tenant compte là encore des recommandations formulées par les associations représentatives des investisseurs en capital. Les risques de mauvaise allocation des flux d'épargne, impliquant un sur- ou un sous-investissement en fonds de capital investissement, conduisent à reconsidérer les moyens en matière d'éducation financière des particuliers.

Introduction*

Le marché du capital investissement (ou *private equity* dans la terminologie anglo-saxonne) comprend l'ensemble des participations détenues par des investisseurs individuels et institutionnels dans des entreprises non cotées. Présent de longue date aux Etats-Unis, ce marché a connu récemment un développement soutenu sur le sol européen. Le capital investissement est devenu un mode de financement largement utilisé, non seulement par les petites entreprises, en phase de démarrage, mais aussi par les entreprises de grande taille, afin d'asseoir leur croissance ou d'organiser leur transmission. Dans ce dernier cas, peuvent être concernées des entreprises cotées, qui recourent aux capital investisseurs afin de réaliser une sortie de la cote (opérations dites de *public to private*). De la même manière, il est devenu un instrument de placement financier auquel les investisseurs ont de plus en plus recours. Les montants levés par les intermédiaires spécialisés ont d'ailleurs atteint en 2006 en Europe des niveaux jamais égalés pour ce type d'investissement, et les statistiques préliminaires pour l'année 2006 témoignent d'une accentuation de cette tendance.

En dépit de cet essor, et de la médiatisation des opérations les plus importantes, le capital investissement demeure un domaine assez largement méconnu de l'ensemble de la communauté financière. L'étude qui suit aura donc une tonalité volontairement pédagogique. Précisément, elle vise les objectifs suivants :

- présenter les principes d'organisation et de fonctionnement de ce marché, ainsi que leur logique économique. Cela nous conduit à faire un détour par la littérature académique, pour expliquer par exemple les motivations économiques des opérations de capital transmission ;
- mettre en évidence l'évolution de l'activité sur le marché du capital investissement en Europe, en insistant notamment sur la répartition de ce marché entre opérations de capital risque et opérations de capital transmission, ou encore sur la nature des investisseurs (fonds de pension, banques,..) ;
- apprécier, sur la base des statistiques et des études disponibles, le rendement du capital investissement ainsi que ses déterminants ;
- soulever, à la lumière des tendances en cours, des interrogations et des sources de risque en matière de stabilité financière et de protection de l'épargne¹.

* L'auteur remercie Caroline Pichon, stagiaire au Département des Etudes de l'AMF, pour son aide dans la réalisation de cette étude.

¹ La présente étude n'aborde pas certaines questions importantes, comme les risques éventuels d'abus de marché et de conflits d'intérêts au sein des acteurs du capital investissement. Mentionnons sur ce dernier aspect le rapport Adhémar (publié par la Commission des opérations de bourse en mars 1999), qui porte sur les règles d'organisation et la déontologie s'appliquant aux Fonds communs de placement à risques (FCPR). Par ailleurs, on trouvera également dans un rapport récent (novembre 2006) de la *Financial Services Authority* une analyse des risques suscités par les évolutions actuelles du marché du capital investissement.

1. Définition du capital investissement

Le capital investissement se définit comme la prise de participation en capital dans des entreprises afin de permettre le financement de leur démarrage, de leur développement, ou encore de leur transmission/cession. Cette participation est principalement financière, mais elle peut être aussi stratégique (apport d'un réseau de connaissances, d'un savoir-faire en matière de gestion, etc.). On a coutume de décomposer le capital investissement en trois éléments : le capital risque, qui permet de financer la création et le développement de nouvelles entreprises, notamment dans les nouvelles technologies, le capital développement, qui permet d'accompagner la croissance des entreprises, et enfin le capital transmission, qui correspond à l'investissement effectué pour le rachat de sociétés déjà établies². En Europe comme aux Etats-Unis, l'essentiel des investissements effectués dans le capital investissement concerne désormais le capital transmission. La France illustre parfaitement cette situation, puisque le capital transmission a représenté en 2005 près de 80% du montant total des investissements dans le capital investissement³.

1.1 Les différentes catégories de capital investissement

Le capital risque est utilisé dans le cadre de jeunes entreprises, notamment celles qui ont une activité innovante, qui souhaitent trouver des financements. Ces sociétés évoluent principalement dans le secteur des nouvelles technologies de l'information et des communications, des sciences du vivant, etc. Bien que souvent minoritaires, les actionnaires financiers s'impliquent fortement dans la stratégie de l'entreprise. On peut distinguer au sein du capital risque le *seed stage*, dont le but est de financer la recherche et le développement d'un concept initial, et l'*early stage*, qui correspond au financement du développement du produit et de sa première commercialisation. Le capital développement intervient à un stade plus avancé de la vie des entreprises. Les investisseurs financiers prennent alors des participations dans des entreprises existantes et parfois déjà rentables, mais qui ont besoin d'apports conséquents en fonds propres pour consolider leur structure financière et financer une nouvelle étape de leur développement.

Le capital transmission correspond à des investissements effectués dans le cadre d'un rachat d'une entreprise par les dirigeants de celle-ci ou par des repreneurs extérieurs (en termes anglo-saxons, on parle de *buyout*). Le LBO (*leveraged buyout*) est le principal type de capital transmission utilisé. Il s'agit du terme général des opérations de rachat par effet de levier, c'est-à-dire en recourant à l'endettement. En pratique, un ou plusieurs investisseurs acquièrent une société « cible » par le biais d'une société holding (créée, en général, pour cette occasion), qu'ils capitalisent et qui ensuite s'endette auprès de banques ou du marché.

² Cette décomposition est celle retenue par l'Association française des investisseurs en capital (AFIC). Aux Etats-Unis, on oppose souvent le *venture capital*, qui regroupe le capital risque et le capital développement, et les *buyouts*, qui correspondent aux opérations de capital transmission.

³ La hiérarchie est différente lorsqu'on considère non plus la valeur des investissements mais le nombre des opérations. Ainsi, en France, le nombre des opérations de capital transmission a représenté en 2005 seulement 23% du nombre total d'opérations.

Les investisseurs en capital sont composés d'investisseurs financiers et, le cas échéant, de personnes issues de la direction de l'entreprise rachetée⁴. Le holding pourra rembourser les intérêts et le principal de sa dette grâce aux profits dégagés par la société cible.

1.2 Les modalités de sortie

Les capital investisseurs ont vocation à se désengager à plus ou moins long terme des participations qu'ils détiennent. La sortie est rendue délicate par l'absence de cotation sur un marché susceptible de donner de la liquidité aux titres détenus et de favoriser ainsi leur cession, même si l'on doit noter l'émergence de fonds secondaires, susceptibles de racheter les participations. Il existe donc quatre principales modalités de sortie pour les capital investisseurs. La plus spectaculaire et la plus connue est l'introduction en bourse. Elle est possible lorsque les marchés financiers ont la capacité d'accueillir des sociétés dont la taille est parfois modeste. Par exemple, au Royaume-Uni, l'*Alternative Investment Market* procède de manière importante à l'introduction de sociétés issues d'opérations de capital investissement ; en France, la création récente d'Alternext⁵ constituera un facteur sans doute favorable à cette modalité de sortie. La seconde possibilité, qui est la plus importante en nombre d'opérations, est la cession à un industriel. La troisième possibilité est la cession à un autre investisseur, le cas échéant à travers la mise en place d'un LBO, qui est qualifié de LBO secondaire lorsqu'il vise une entreprise ayant déjà fait initialement l'objet d'un rachat par ce type de technique. Une dernière voie de sortie est la cession de l'entreprise à l'équipe de *management*⁶.

⁴ Plus précisément, on parle de MBO ou *management buyout* lorsque le LBO est mis en place par l'équipe dirigeante de l'entreprise. Les termes MBI ou *management buyin* sont utilisés lorsqu'il s'agit d'un LBO mis en place par des repreneurs externes.

⁵ Alternext est un marché destiné aux PME souhaitant financer leur développement. Il a été créé le 17 mai 2005. C'est un marché régulé mais non réglementé. A la fin de l'année 2006, ce marché comptait 69 entreprises.

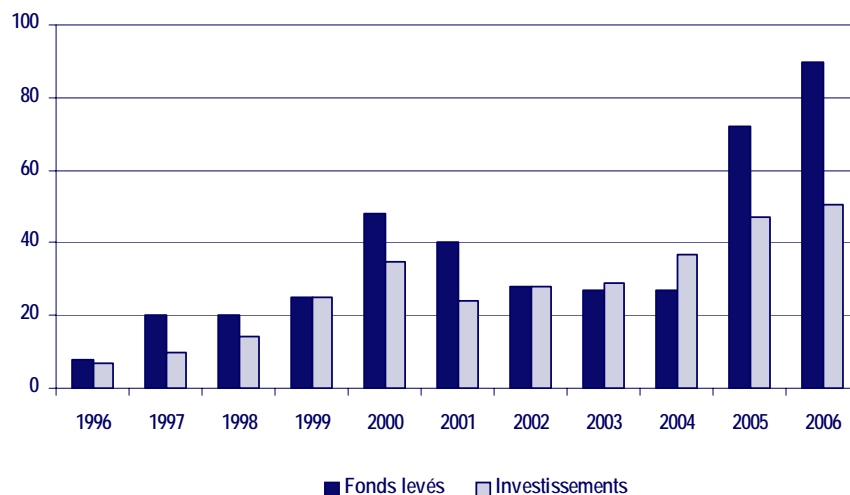
⁶ D'après les statistiques de l'AFIC portant sur le capital investissement en France, en 2006, la première modalité de désinvestissement a été la cession à un autre fonds (43% des désinvestissements appréhendés en valeur historique), suivie des cessions à des industriels (27%). Les introductions en bourse (et cessions de titres) n'ont représenté quant à elles que 15% des désinvestissements et les cessions au *management* 13%. La hiérarchie est différente si l'on raisonne non plus sur le montant des désinvestissements mais sur le nombre d'opérations : en 2006, la première modalité de désinvestissement est ainsi l'introduction en bourse et la cession de titres cotés (28% du nombre d'opérations de désinvestissement), devant les cessions à des industriels (26%) et les cessions au *management* (21%).

2. Le capital investissement en Europe

2.1 Un marché tendanciellement en forte croissance

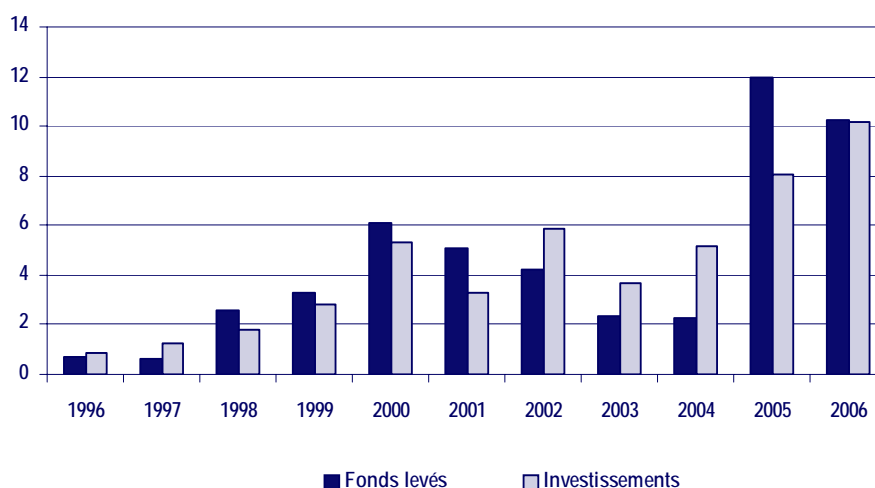
Le marché européen du capital investissement connaît depuis le milieu des années quatre-vingt-dix une croissance importante. Les investissements réalisés par les acteurs du capital investissement, grandeur traditionnellement assez lisse, ont progressé de manière rapide et plutôt régulière, exception faite du pic enregistré en 2000 (**graphique 1**). Les montants considérés sont ainsi passés de 7 milliards d'euros en 1996 à 50 milliards en 2006 (statistique provisoire). Les fonds levés, plus cycliques, ont connu pour leur part une évolution beaucoup plus heurtée : au pic de l'année 2000 succède une période de recul, puis de stagnation jusqu'en 2004. L'année 2005 a été synonyme de reprise très forte du marché, les montants levés atteignant 72 milliards d'euros, puis 90 milliards en 2006. La France a présenté un profil d'évolution assez similaire à celui de l'ensemble du continent, avec cependant des mouvements un peu plus marqués des investissements et un tassement des fonds levés en 2006 (**graphique 2**). En tendance, à l'image des statistiques européennes, le marché français a fortement crû depuis une dizaine d'années.

Graphique 1 : Investissements et fonds levés par le capital investissement - Europe
(en milliards d'euros, statistiques provisoires pour l'année 2006)



Source : EVCA

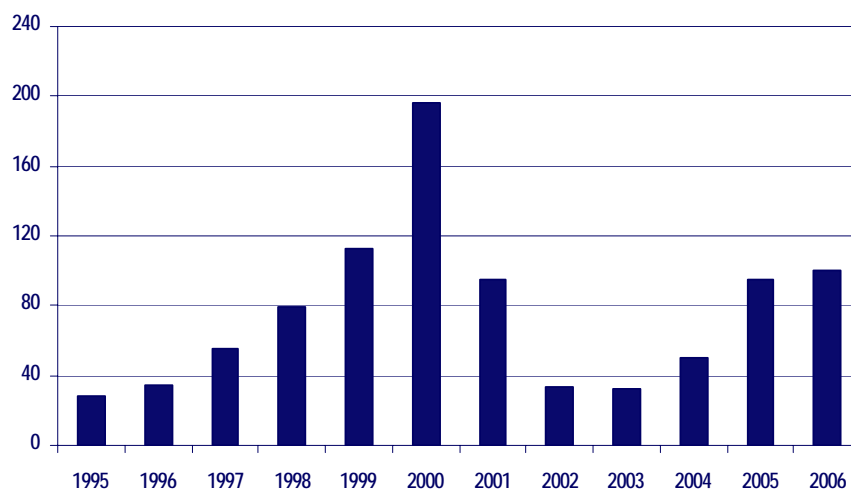
Graphique 2 : Investissements et fonds levés par le capital investissement - France
(en milliards d'euros)



Source : AFIC

Le marché européen est dominé par le Royaume-Uni, qui constitue le lieu privilégié de levée et de gestion des fonds de capital investissement. En 2005, les fonds levés dans ce pays ont ainsi représenté 63,3% du total des fonds levés au niveau européen, loin devant la France (15,8%), l'Allemagne (3,8%) et les Pays-Bas (3,3%). En dépit de la forte progression du marché européen, celui-ci demeure globalement en retrait par rapport à son homologue des Etats-Unis. En 2006, le montant des capitaux levés par les fonds américains se sont ainsi montés à près de 100 milliards d'euros (**graphique 3**). La place de *leader* des Etats-Unis ne reflète pas seulement la taille importante de son économie. Les circuits de financement de ce pays font de longue date une place significative au *private equity*, que ce soit dans sa composante capital développement ou dans sa composante capital transmission. Plusieurs facteurs peuvent être avancés pour expliquer une telle présence du capital investissement aux Etats-Unis (Gompers et Lerner, 1999 ; Baygan, 2003). On peut par exemple citer les efforts entrepris par l'administration américaine à travers la mise en place du programme SBIC (*Small Business Investment Company*), d'une fiscalité incitative ou encore d'une réglementation favorisant l'investissement des fonds de pension en titres illiquides (principe de l'homme prudent de la loi ERISA). Il semble que ce dernier point ait d'ailleurs joué un rôle essentiel, dans la mesure où les investisseurs institutionnels constituent les principaux pourvoyeurs de fonds sur le marché du capital investissement. Leur périmètre géographique d'investissement va d'ailleurs au-delà du seul territoire des Etats-Unis, puisque de nombreux placements sont faits à l'étranger, et notamment au Royaume-Uni (cf. *infra*).

Graphique 3 : Fonds levés par le capital investissement – Etats-Unis
(milliards d'euros)



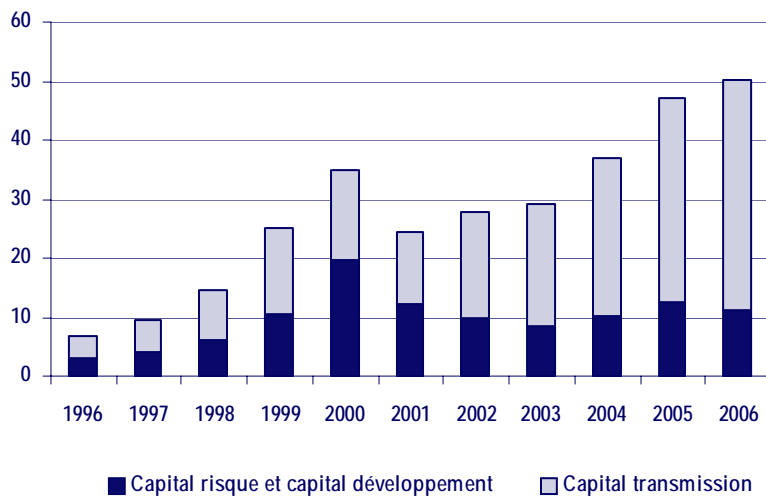
Source : NVCA

2.2 Le rôle moteur des opérations de capital transmission

Les évolutions dans les montants globaux de fonds levés et investis en Europe se sont accompagnées de modifications importantes de la structure du marché. Plus précisément, on a assisté à un recul de la part des investissements consacrés au capital risque et au capital développement, au profit du capital transmission (graphique 4). Il s'agit d'un mouvement très marqué, puisque la part de l'ensemble capital risque et capital développement dans le total des investissements est tombée au niveau européen de 46,5% en 1996 à 22,5% en 2006. La France n'a pas échappé à ce scénario. Une analyse concernant la même période montre que l'essor du capital investissement dans ce pays a reposé pour l'essentiel sur la montée en puissance du capital transmission (graphique 5). Jusqu'à la fin des années quatre-vingt-dix, les opérations de LBO avaient occupé une place très modeste dans le paysage du capital investissement français. Au cours de la période 1996-1999, le montant annuel moyen des investissements sur ce segment a été de l'ordre de 700 millions d'euros. Le tournant des années 2000 s'est traduit au contraire par une très forte croissance de ce type d'opérations, l'année 2006 constituant un pic, avec 8 milliards d'euros, soit 79% du total des investissements⁷.

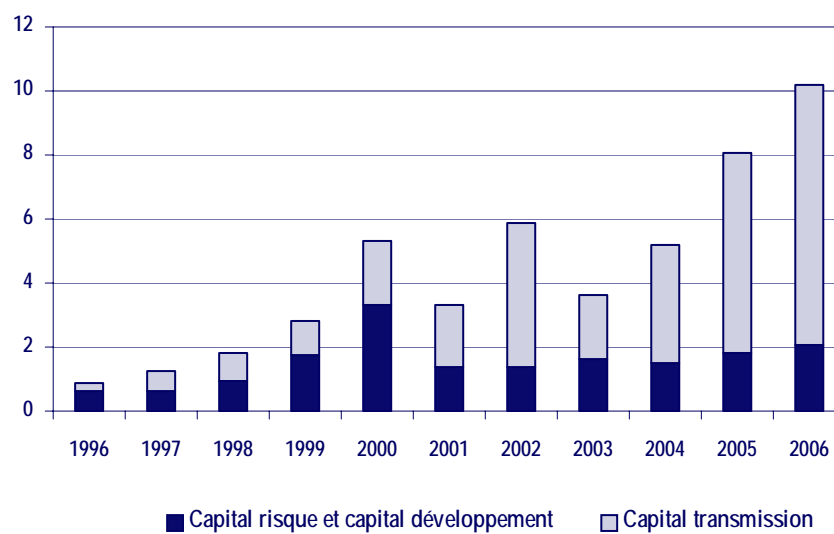
⁷ Aux Etats-Unis, les statistiques fournies par la NVCA suggèrent que le marché du capital investissement a connu une évolution de même nature, avec toutefois certaines différences tenant à la maturité de ce marché. L'éclatement de la bulle technologique au début des années 2000 a très largement pesé sur les levées de capitaux opérées par les fonds de capital risque. Le segment du capital transmission, déjà émancipé dans la seconde partie des années 1990, n'a pas progressé aussi vite au début des années 2000 que son homologue européen. Toutefois, en 2005, les fonds levés dans le domaine des *buyouts* ont représenté 78% du total des fonds levés par le capital investissement aux Etats-Unis.

Graphique 4 : Investissements par stade de développement - Europe
(milliards d'euros, statistiques provisoires pour l'année 2006)



Source : EVCA

Graphique 5 : Investissements par stade de développement - France
(milliards d'euros)



Source : AFIC

La place plus importante des opérations de capital transmission a impliqué globalement une hausse de la taille des opérations de capital investissement et, corrélativement, une concentration des investissements autour d'un nombre plus faible d'entreprises. En 2005, pour reprendre l'exemple de la France, 6% des entreprises (celles effectuant un chiffre d'affaires de 200 millions d'euros ou plus) ont ainsi capté 45% du montant total des investissements effectués par les investisseurs en capital domestiques⁸.

Au delà de cette opposition de taille entre les deux grands segments du capital investissement, on peut remarquer la tendance de certains fonds de capital transmission à mettre en œuvre des opérations de rachat pour des montants de plus en plus importants, même si en nombre les opérations de petite taille demeurent dominantes. En 2006, la plus grosse opération impliquant une cible européenne (BAA Plc) a ainsi porté sur près de 21 milliards d'euros, et le montant total des dix plus grosses opérations a pour sa part atteint la valeur de 82 milliards (**tableau 1**). En France, la taille des opérations est également croissante, puisque pour cette même année les dix premières totalisent environ 16 milliards d'euros. Par ailleurs, une part importante des opérations de *buyout* se réalisent en dehors de la sphère "privée", et implique des entreprises cotées sur les marchés boursiers. Ainsi, en 2005, sur un montant total d'opérations de *buyout* annoncées sur des entreprises-cibles européennes de 103 milliards d'euros, 43 milliards ont concerné des entreprises cotées (**graphique 6**). Pour l'année 2006, la même statistique s'élève à 86 milliards d'euros, pour un montant total d'opérations avoisinant 190 milliards d'euros.

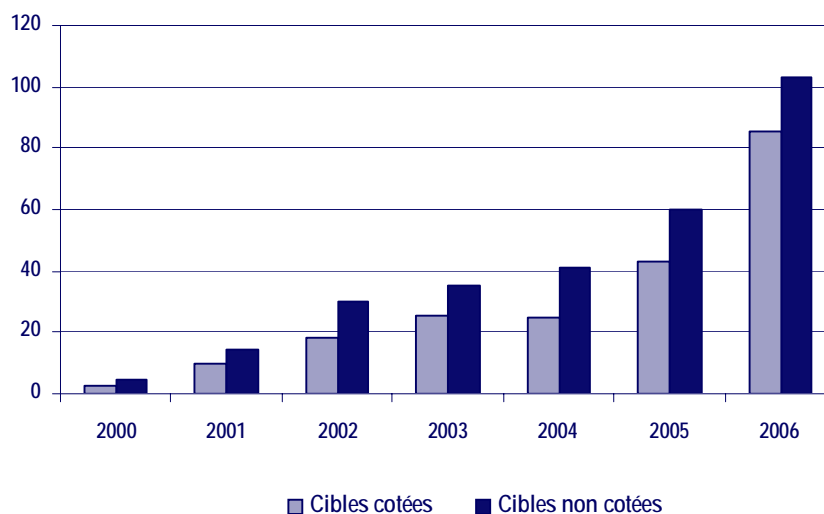
Tableau 1 : Les 10 plus grosses opérations de capital transmission en Europe en 2006

Cible	Acquéreur	Valeur annoncée (en milliards d'euros)
BAA Plc	Acquéreurs multiples	20,8
Thames Water Plc	Macquarie Bank Ltd	11,3
TDC A/S	Nordic Telephone Co APS	10,5
VNU Group BV	Valcon Acquisitions BV	8,1
AWG Plc	Osprey Acquisitions Ltd	7,9
NXP BV	Acquéreurs multiples	7,2
Telediffusion de France	Acquéreurs multiples	4,7
ProSiebenSat.1 Media AG	Acquéreurs multiples	3,9
Kion Group GmbH	Acquéreurs multiples	3,9
Associated British Ports	Admiral Acquisitions UK Ltd	3,6

Source : Bloomberg

⁸ En 2005, le montant des LBO a représenté 78% du montant total des opérations de capital investissement menées par les acteurs français. Les proportions sont inverses si on considère le nombre d'entreprises concernées, avec une part des LBO de seulement 25%. Ces statistiques montrent clairement que les opérations de LBO sont, en nombre, plus limitées, mais qu'elles présentent des tailles moyennes plus importantes. En 2005, la taille moyenne d'un investissement en LBO était de 13 millions d'euros, contre 1 million d'euros pour les opérations de capital développement.

Graphique 6 : Opérations de *buyout* portant sur des entreprises européennes (milliards d'euros)



Source : *Bloomerg*

2.3 Les facteurs explicatifs de l'évolution du marché

L'évolution des fonds levés en Europe depuis le milieu de la décennie quatre-vingt-dix et la substitution du capital transmission au capital risque et au capital développement reposent sur un certain nombre de facteurs, de nature à la fois conjoncturelle et structurelle. Les changements observés dans le contexte macro-économique et financier au cours de cette période constituent un premier facteur d'explication. Le ralentissement de l'activité économique à partir de 2001, l'éclatement de la bulle sur les valeurs technologiques et plus généralement la mauvaise tenue des marchés financiers (jusqu'en 2002) ont ainsi contribué à limiter les levées de fonds pendant la première partie de la décennie 2000, vraisemblablement davantage dans le segment du capital risque que dans celui du capital transmission. La littérature académique documente bien cette correspondance entre l'environnement macro-financier et les flux vers le capital investissement (Gompers et al., 2005) :

- les conditions de marché déterminent les possibilités de sorties des fonds à travers des introductions en bourse. Un contexte de marché porteur permet ainsi de céder dans des bonnes conditions de prix les entreprises présentes dans le portefeuille du fonds (Jeng et Wells, 2000). Ces sorties reconstituent la capacité des investisseurs en capital à lever de nouveaux fonds dans la mesure où ils renforcent la confiance des investisseurs concernant la compétence des gérants ;
- les cours observés sur les marchés d'actions, lorsqu'ils sont élevés, signalent que les entreprises se situent sur des marchés porteurs. Il s'agit de l'approche traditionnelle par le Q de Tobin, qui fait dépendre l'investissement des entreprises de la différence entre leur valeur de marché et la valeur de

remplacement de leur capital. Cela incite les investisseurs à prendre des participations dans les entreprises, et pas seulement dans celles qui sont cotées sur le marché. Des cours élevés sont donc de nature à stimuler tant la demande de capital (des entreprises) que l'offre de capital (des investisseurs) ;

- la croissance économique stimule la création d'entreprise et l'innovation, ce qui stimule la demande de capital émanant des entrepreneurs. Le développement de nouveaux projets stimule à son tour l'offre de capital en provenance des investisseurs.

Il est probable que le capital transmission ait pu tirer un profit non négligeable de la mauvaise tenue des cours boursiers au début des années deux mille et du ralentissement de l'activité économique. Le recul des cours boursiers a, tout d'abord, pu rendre attractif le rachat de certaines entreprises, dont le cours était tombé excessivement bas. Ensuite, la combinaison de cet environnement boursier dégradé et d'un niveau très bas des taux d'intérêt a pu susciter le développement d'opérations à effet de levier, en dépit du risque impliqué par ces opérations (variabilité accrue des dividendes) et donc de leurs effets incertains sur le coût du capital des entreprises. Parallèlement, le segment du capital transmission a tiré également profit de certains facteurs d'ordre structurel (Le Fur *et al.*, 2002) :

- une professionnalisation accrue des différents acteurs (banquiers, juristes, etc.), la croissance des dettes du type second-lien et mezzanine, et l'introduction d'innovations financières (titrisation de prêts à haut rendement à travers les *collateralized loan obligations*, LBO secondaires) conférant de la liquidité aux investisseurs (prêteurs, en particulier bancaires, et apporteurs de fonds propres) ;
- un recentrage de certains groupes sur leur métier de base, à travers la cession de participations détenues dans des secteurs d'activité considérés comme secondaires. Ce mouvement est notamment à relier aux pressions des actionnaires institutionnels, soucieux de limiter les diversifications parfois hasardeuses découlant de *free cash flow* abondants ;
- les successions de groupes familiaux créés dans les années soixante et soixante-dix. Les dirigeants arrivant à l'âge de la retraite peuvent préférer céder leur entreprise à un fonds, qui maintiendra les équipes et conservera le nom, plutôt qu'à un concurrent.

2.4. Les risques spécifiques liés au développement des *buyouts*

La montée en puissance des opérations de *buyout*, et en particulier la réalisation d'opérations de grande envergure portant sur des entités cotées, soulève un certain nombre de risques potentiels. Au cœur des *buyouts* se trouve le recours à un endettement souvent important. Il s'agit d'une première source de fragilité, qui peut prendre différents aspects (Banque de France, 2006) :

- l'endettement, s'il est excessif, peut faire porter sur l'entreprise rachetée une contrainte trop forte et peut l'exposer à un risque de défaillance accru en cas de retournement conjoncturel. Une étude de l'agence de notation Moody's (2006) montre que, pour les entreprises classées en catégorie *speculative* au moment du rachat, la mise en œuvre de celui-ci tend à s'accompagner d'une dégradation de la qualité du crédit et d'une hausse des taux de défaut, sauf pour les entreprises les plus mal notées⁹ ;
- les prêts à l'origine de l'opération de rachat font souvent l'objet de cessions par les acteurs bancaires, via des opérations de titrisation. Cela conduit des acteurs non bancaires à porter un risque de crédit avec lequel ils ne sont pas toujours familiers. Cela peut également induire un risque d'aléa moral au sein du secteur bancaire, les banques étant potentiellement d'autant moins incitées à sélectionner rigoureusement et à contrôler leurs portefeuilles de prêts qu'une part importante des créances pourra être cédée sur un marché secondaire ;
- les prêts sont octroyés à des entités qui se situent (ou vont se situer dans le cas des opérations *public to private*) en dehors de la sphère réglementée des marchés cotés. Les créances portent donc sur des entreprises qui présentent un niveau de transparence plus faible.

Cette dernière remarque invite par ailleurs à poser la question de l'attractivité des marchés d'actions cotées et de la naissance, via les fonds de capital investissement, d'une tendance au delisting. Si les flux de capitaux en direction du capital investissement venaient à demeurer importants, il pourrait en découler le passage dans la sphère non cotée d'un nombre croissant d'entreprises. A l'image de ce qui vient d'être mentionné à propos des dettes, cela impliquerait une moindre transparence sur les participations détenues par les investisseurs. Ce risque est cependant pour l'instant d'intensité modeste. De plus, il doit être évalué en considérant une perspective de long terme et en tenant compte du rôle des capital investisseurs dans le développement des entreprises et la dynamique des introductions en bourse, car, au bout d'un cycle, les entreprises sorties de la cote y reviennent souvent, sous une forme similaire ou après restructuration.

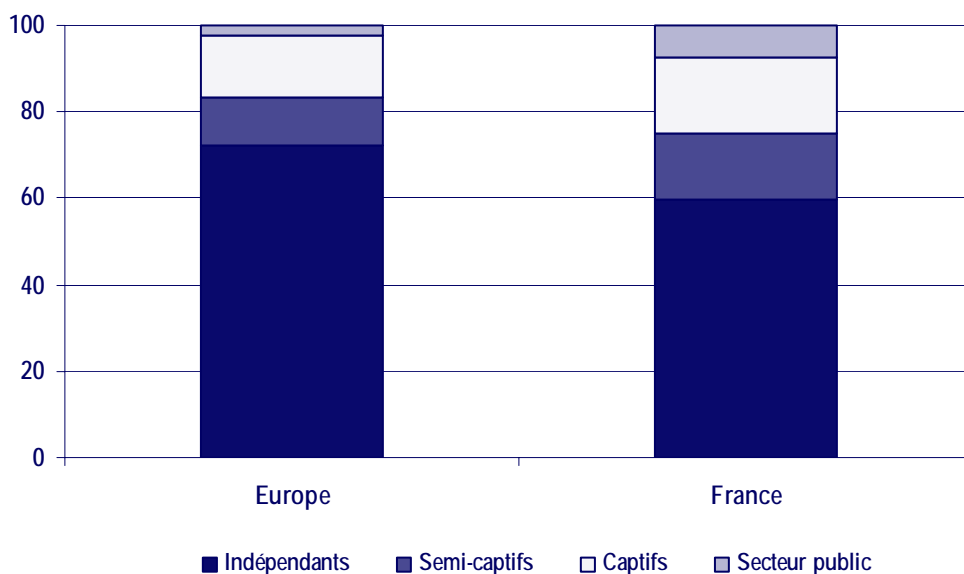
⁹Précisément, ces effets négatifs sur la qualité du crédit n'apparaissent que pour les entreprises classées dans le haut de la catégorie spéculative (B et Ba). Pour les entreprises les plus mal notées (notes Caa à C), le rachat tend au contraire à se traduire par un rehaussement de la qualité du crédit.

3. Les investisseurs du capital investissement

3.1 Le rôle des intermédiaires ou investisseurs en capital

Le développement du marché du capital investissement est allé de pair avec l'émergence d'intermédiaires spécialisés qui placent et gèrent les capitaux levés auprès de différents investisseurs. L'apparition et la montée en puissance de ces fonds ou sociétés de capital investissement est à relier à l'émancipation dans certains pays d'une industrie de la gestion d'actifs pour compte de tiers. Cantonnée dans un premier temps aux instruments financiers traditionnels, elle tend désormais à s'orienter vers des actifs moins classiques, comme l'immobilier et le capital investissement. Ce processus se matérialise par la création, au sein des grands groupes de gestion d'actifs, de filiales spécifiquement dédiées à cette activité. Ces entités peuvent avoir pour fonction de gérer les actifs en provenance du groupe – bancaire ou d'assurance – auxquelles elles appartiennent. Mais elles peuvent également investir des fonds en provenance d'investisseurs avec qui il n'existe aucun lien capitalistique. Elles permettent ainsi aux investisseurs traditionnels, institutionnels pour l'essentiel, d'accéder à une nouvelle classe d'actifs sans avoir à développer en interne des capacités d'analyse et de suivi des portefeuilles dont le coût serait disproportionné par rapport à la masse souvent modeste des capitaux investis. A titre indicatif, selon l'EVCA, les fonds "indépendants" ont été en Europe en 2005 à l'origine de 72% du montant total des investissements effectués par les acteurs du capital investissement, contre 14,5% pour les fonds "captifs" et 11,4% pour les fonds semi-captifs (qui investissent des fonds en provenance de leur maison-mère mais également d'investisseurs extérieurs, **graphique 7**).

Graphique 7 : Répartition des investissements par type de fonds – Europe et France
(année 2005, %)



Source : EVCA

Les formes précises que peuvent prendre les fonds de capital investissement diffèrent d'un pays à l'autre. Dans les pays anglo-saxons, le modèle de référence est celui du *limited partnership*. Cette structure est un partenariat composé de deux types d'associés. Les *limited partners* apportent les capitaux et n'interviennent quasiment pas dans la gestion. Ils ne sont responsables qu'à hauteur de leurs investissements. Le *general partner* est quant à lui en charge de la gestion et il est responsable des dettes et obligations du *limited partnership*. Sa rémunération a deux composantes : les *management fees*, qui rétribuent le gestionnaire pour l'administration et la gestion du fonds, et le *carried interest*, qui est un intéressement du gestionnaire aux profits dégagés par le fonds. La durée de vie du fonds est limitée en général à une dizaine d'années. Elle se décompose en une phase d'investissement, qui peut s'étendre sur cinq années, suivie d'une phase de réalisation des participations détenues (cessions, introductions en bourse,...), avec distribution des gains aux investisseurs.

La France utilise des supports d'investissement dont la philosophie est proche de celle du modèle anglo-saxon. C'est le cas du Fonds commun de placement à risques (FCPR), qui est le véhicule le plus courant¹⁰ et qui emprunte au modèle précédent des caractéristiques comme la durée d'existence ou les mécanismes d'incitation des gestionnaires. On trouve également comme structure d'investissement les sociétés de capital risque, qui prennent la forme de sociétés par actions (celles-ci sont détenues par les investisseurs). Leur durée de vie est a priori illimitée, ce qui peut présenter l'avantage, tant pour le gestionnaire que pour l'investisseur, de conférer de la stabilité au capital.

Certaines de ces structures, fonds d'investissement ou sociétés, peuvent choisir de se coter sur un marché d'actions, lorsque la réglementation l'autorise. En France, on trouve par exemple les cas d'Altamir et d'Amboise investissement, qui sont deux sociétés de capital risque appartenant au groupe APAX Partners et qui sont cotées sur Euronext-Paris¹¹. Au plan international, on peut citer KKR, qui a fait coter en mai 2006 sur Euronext-Amsterdam un de ses *limited partnerships*, KKR PEI. Ce fonds a levé 3,9 milliards d'euros dans le cadre de cette introduction. Au Royaume-Uni, le *London Stock Exchange* compte dix-huit valeurs admises à la cotation et investissant principalement dans des actifs non cotés. La plus importante d'entre elles est 3i, dont la capitalisation se montait au début de l'année 2006 à près de 5 milliards de livres¹².

¹⁰ Le FCPR est un fonds commun de placement dont le cœur d'activité est d'investir l'épargne collectée dans des titres non cotés. Au sein de la gamme des FCPR, on trouve notamment les Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI, qui doivent être constitués pour 60% au moins de valeurs mobilières de sociétés non cotées) et les Fonds d'Investissement de Proximité (FIP, dont l'actif est composé de 60% de valeurs mobilières non cotées et qui appartiennent à une même zone géographique). Les FCPR, le FCPI et le FIP sont définis respectivement aux articles L.214-36, L.214-41 et L.214-41-1 du Code Monétaire et Financier. Ces deux derniers types de FCPR sont accessibles au grand public, tandis que les FCPR à procédure allégée sont réservés à une clientèle institutionnelle.

¹¹ Parallèlement à la cotation de société de capital risque, des sociétés d'investissement sont également inscrites à la cote, à l'image de Wendel ou d'Eurazeo en France. Ces sociétés détiennent des participations au sein d'entreprises non cotées mais également au sein de sociétés cotées.

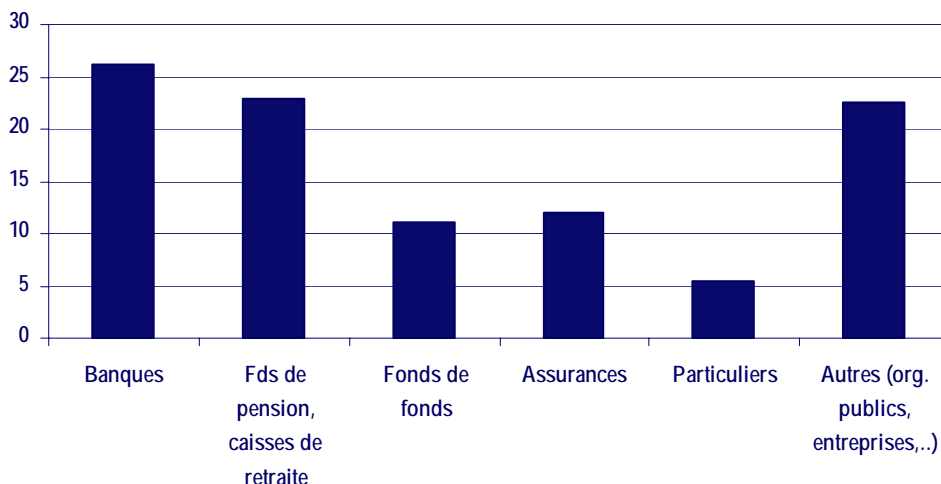
¹² Ce mouvement de cotation se traduit par la mise en place d'indices de *private equity*. C'est le cas du LPX 50, qui est un indice créé en 2003 par la société suisse LPX GmbH et lancé en mars 2004. Il comprend les cinquante plus grands fonds et entreprises de *private equity* cotés au niveau mondial. On trouvera par ailleurs dans une étude réalisée par UBS (datée de janvier 2006) une analyse détaillée des fonds de *private equity* cotés sur le LSE.

3.2 Le rôle des fonds de pension au Royaume-Uni et des banques en Europe continentale

Le capital investissement est un actif qui se caractérise par une faible liquidité et un risque important. Il s'adresse de ce fait *a priori* à des investisseurs dont l'horizon de placement est long et qui possèdent une surface financière suffisamment importante pour immobiliser et exposer à un risque significatif une partie de leur patrimoine financier. On trouve dans cette catégorie les investisseurs institutionnels, comme les compagnies d'assurance mais surtout les fonds de pension, dont l'horizon, déterminé par la nature des engagements, est extrêmement éloigné. On trouve également les banques, dont la proximité avec les entreprises (à travers notamment la gestion des comptes courants) les prédispose à une gestion efficace des asymétries d'information, lesquelles sont plus importantes dans le cas du capital investissement. On peut enfin trouver des investisseurs individuels présentant une large capacité financière. Au-delà de la logique de gestion/diversification de portefeuille, certains acteurs peuvent également être présents sur le marché du capital investissement, en vue de promouvoir les innovations technologiques. Il s'agit des entreprises industrielles et de certaines entités publiques.

En Europe, les banques sont le premier acteur du marché, puisqu'elles sont à l'origine de plus du quart des levées de fonds (**graphique 8**). On trouve ensuite les fonds de pension et les « autres » investisseurs, qui comprennent à la fois des entités publiques et des entreprises. On remarque une faible implication des particuliers, puisque ces derniers ne représentent qu'environ 5% des fonds levés. L'ensemble des risques précédemment mentionnés, conjoncturels (prix peut-être excessif des transactions) et structurels (faible transparence, liquidité réduite, etc.), associés à la détention de titres de capital investissement, n'apparaissent donc que modestement supportés directement par les particuliers. Les statistiques globales ne sauraient masquer des divergences nationales fortes, qui résultent de l'organisation spécifique des circuits de financement domestiques. De manière schématique, on peut opposer un modèle du type anglo-saxon, représenté par le Royaume-Uni, et un modèle du type européen continental, qui s'applique notamment à la France.

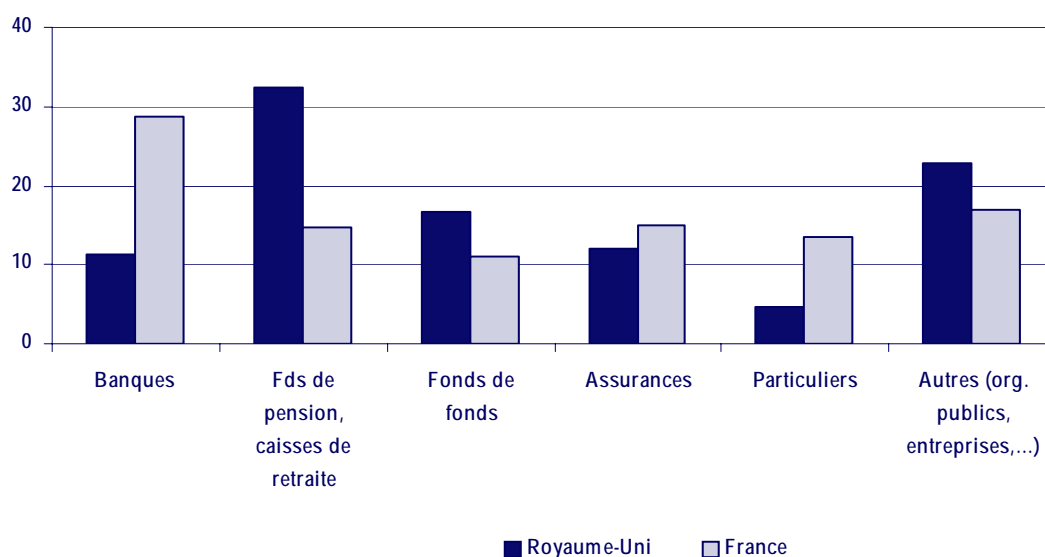
Graphique 8 : Origine des levées de fonds sur le marché du capital investissement – Europe
(moyenne sur la période 2001-2005, %)



Source : EVCA

Au Royaume-Uni, la gestion institutionnelle se présente comme la source de financement la plus importante. Les fonds de pension et les fonds de fonds sont à l'origine de près de la moitié des financements accordés au capital investissement (**graphique 9**). A l'opposé du modèle européen continental, les banques jouent un rôle modeste, avec seulement 11,3% des fonds levés. La configuration britannique présente cependant une autre particularité importante, à savoir la présence massive de pourvoyeurs de fonds étrangers (**graphique 10**). Une analyse plus fine de la provenance des financements permet en effet de montrer que les fonds de pension les plus actifs sont de loin les fonds de pension étrangers, américains pour l'essentiel. Les fonds de pension britanniques, même s'ils constituent les investisseurs domestiques les plus importants (devant les banques résidentes), ne représentent qu'une part très modeste des fonds levés (8,3%)¹³. On retrouve dans ces statistiques la tendance des investisseurs institutionnels américains à se positionner assez massivement sur le capital investissement, y compris au-delà de leurs frontières. La politique de placement du fonds de pension américain Calpers constitue sur ce point une bonne illustration de cet attrait du non coté. Les montants investis dans le capital investissement par ce fonds de pension étaient évalués à la fin du premier trimestre 2006 à un peu plus de 10 milliards de dollars, soit environ 5% de la totalité de son portefeuille d'actifs. Pour une part, cette présence étrangère sur le sol britannique reflète la présence d'acteurs majeurs internationaux dans la banque d'investissement. L'essentiel des fonds levés est ainsi destiné à être investis dans des opérations de buyouts d'envergure, ce segment représentant plus de 90% du marché du capital investissement britannique.

Graphique 9 : Origine des levées de fonds sur le marché du capital investissement - France et Royaume-Uni (moyenne sur la période 2001-2005, %)

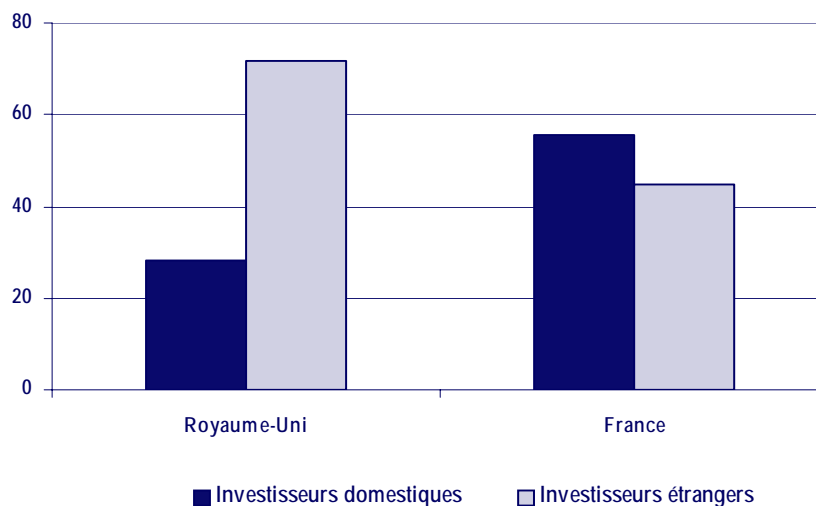


Sources : AFIC, BVCA

¹³ La faible implication des investisseurs institutionnels britanniques sur le marché du capital investissement est également abordée dans le rapport Myners (2001), consacré à la gestion institutionnelle.

Graphique 10 : Origine géographique des levées de fonds – France et Royaume-Uni

(moyenne sur la période 2001-2005, %)



Sources : AFIC, BVCA

A l'opposé, le capital investissement dans une majorité des pays d'Europe continentale et en particulier en France repose pour une part importante sur les acteurs bancaires (**graphique 9**). En moyenne, sur la période 2001-2005, les banques françaises ont ainsi apporté près de 30% du montant total de fonds levés. Les investisseurs institutionnels traditionnels, comme les compagnies d'assurance, jouent un rôle assez modeste sur le marché du capital investissement, eu égard aux masses d'épargne importantes qu'elles gèrent. A titre d'illustration, sur un montant total annuel de placements financiers de 70 milliards d'euros (en moyenne sur la période 2001-2005) émanant des assureurs français, seulement 772 millions ont été destinés au capital investissement. En encours, leur détention de parts de FCPR n'excédait d'ailleurs pas à la fin de l'année 2005 les 2 milliards d'euros (sur un encours total de placements d'environ 1130 milliards). On peut, à cet égard, rappeler le faible écho qu'a eu la mise en place d'une fiscalité préférentielle pour les contrats en unités de compte faisant l'objet d'un investissement partiel en capital investissement¹⁴. Par exemple, en 2005, la collecte des compagnies d'assurance sur les contrats d'assurance vie DSK a été, selon la Fédération française des sociétés d'assurance, d'à peine 437 millions d'euros, contre un total de cotisations de 121 milliards pour le marché français de l'assurance vie.

¹⁴ Le paysage fiscal de l'épargne en France est assez complexe, au sens où de nombreux instruments financiers présentent des modalités de taxation différente. Au-delà des produits d'épargne réglementée traditionnelle, dont les revenus sont totalement défiscalisés, on remarque que la fiscalité est modulée par les pouvoirs publics en fonction de la durée et/ou du risque du produit considéré. C'est ainsi que les véhicules d'investissement en titres non cotés bénéficient du régime fiscal le plus favorable, puisqu'à une exonération des revenus perçus à la sortie vient s'ajouter, selon les cas, une incitation à l'entrée qui prend la forme d'une déductibilité des montants investis (moyennant l'application d'un plafond). A titre d'illustration, les FCPI bénéficient d'une non-imposition des revenus perçus ainsi que d'une réduction d'impôt à l'entrée (plafonnée) égale à 25% des montants placés. En matière d'assurance vie, les plus-values dégagées par les contrats DSK (qui sont investis à hauteur de 10% dans le capital investissement) sont exonérées d'impôt, alors que celles occasionnées par les contrats en unités de compte traditionnels sont taxées à hauteur de 18,5% à échéance fiscale.

On connaît certaines des raisons susceptibles d'expliquer le faible engouement des investisseurs institutionnels dans la plupart des pays d'Europe continentale, et en particulier des compagnies d'assurance – en l'absence de fonds de pension dans de nombreux pays. Les engagements des assureurs sont pour l'essentiel incompatibles avec les contraintes inhérentes au capital investissement (Trainar, 2004). En France, par exemple, les contrats d'assurance vie ont ainsi une échéance fiscale de huit ans, soit une période finalement assez courte au regard de l'horizon du capital investissement. De plus, certains de ces contrats offrent une garantie du capital qui est difficilement compatible avec un investissement en actifs risqués. Enfin, les réglementations en vigueur peuvent jouer en la matière un rôle de frein, que ce soit à travers les contraintes sur la politique d'investissement (fixation de plafonds bas pour la détention des actions non cotées) ou à travers les modes d'enregistrement comptable des plus ou moins values latentes¹⁵.

3.3 Les perspectives du côté de la demande

Il est probable à l'avenir que les investisseurs institutionnels européens, en particulier les assureurs et les fonds de pension, renforceront leur position sur le marché du capital investissement. Il semble cependant difficile d'affirmer quelle sera l'intensité de ce mouvement, aux facteurs de soutien de la demande pouvant être opposés certains freins réglementaires ou conjoncturels. Tout d'abord, le développement de l'épargne longue dans les pays de cette zone dope mécaniquement la demande des investisseurs institutionnels pour l'ensemble des classes d'actifs disponibles, y compris le capital investissement. Ensuite, au-delà de cet effet de taille, le capital investissement pourrait bénéficier d'une réallocation des placements, sous l'impulsion d'une série de facteurs :

- l'insuffisance relative de l'offre sur les marchés obligataires et le maintien de rémunérations peu attractives. La poursuite du scénario en vigueur depuis le début de la décennie deux-mille pourrait conduire les investisseurs institutionnels à rechercher un supplément de rendement sur les actifs "alternatifs", parts de fonds de capital investissement et titres de dette découlant d'opérations à effet de levier (*via* des véhicules de titrisation) ;
- l'introduction de produits d'épargne retraite à horizon très long, qui permettent aux intermédiaires financiers de ne pas être exposés au risque de liquidité et qui impliquent la couverture du risque d'inflation. En France, la mise en place du Perp et du Perco constitue un premier pas dans cette direction, même si les ratio réglementaires d'investissement sont limités ;
- la jeunesse du marché du capital investissement et le sous-investissement des grands investisseurs européens. Le capital investissement constitue un actif nouveau pour de nombreux investisseurs. Son poids dans les portefeuilles est de ce fait très réduit. Certaines simulations suggèrent qu'un investisseur ayant accès à l'ensemble des actifs disponibles et qui souhaiterait maximiser le couple rendement-risque de son portefeuille pourrait consacrer entre 5 et 10% de ses actifs au titres de capi-

¹⁵ Le profil de rendement des fonds de capital investissement, sous forme de courbe en J, combiné avec le principe de comptabilisation en valeur de marché, conduit à constater des moins-values latentes au cours des premières années d'investissement.

tal investissement (Artus et Teiletche, 2004 ; Kaserer et Diller, 2004). Si certains grands investisseurs outre-atlantique se situent déjà au sein de cette fourchette, à l'image du fonds de pension *Calpers*, ce n'est pas le cas de la plupart des investisseurs européens, même au Royaume-Uni ;

- les modifications d'ordre réglementaire dans certains pays. En France, le plafond de détention d'actions non cotées en représentation des engagements des compagnies d'assurance a été relevé en 2004 de 5% à 10%¹⁶.

Parallèlement à ces facteurs de soutien, certains freins pourraient venir contrarier la demande des investisseurs institutionnels. Tout d'abord, les dispositifs d'épargne retraite en vigueur ou en création deviennent majoritairement du type cotisations-définies. Dans ce type de système, les ménages pilotent l'allocation stratégique d'actifs et les intermédiaires financiers en sont souvent réduits à offrir un menu d'investissements, qui prend généralement la forme de parts ou actions d'OPCVM. La gestion institutionnelle, *via* les supports de gestion collective, ne se trouvent plus en charge que de l'allocation tactique des portefeuilles. Il n'est pas évident que les supports de capital investissement puissent pleinement trouver leur place dans ce schéma, à l'image de la faible collecte enregistrée en France sur les supports DSK. Ensuite, le marché du capital investissement est dans beaucoup de pays d'Europe continentale un jeune marché. Une détérioration des rendements engendrée par des levées de fonds trop importantes, ou alors la survenue d'un accident de crédit découlant d'une utilisation abusive du levier d'endettement, pourrait entraîner une sur-réaction des investisseurs et une fuite durable vers les actifs plus traditionnels.

¹⁶ Cette évolution s'est accompagnée d'une volonté exprimée ouvertement par les assureurs français de se positionner plus massivement sur le marché du capital investissement.

4. Le rendement du capital investissement

4.1 Les caractéristiques générales

Le capital investissement est un actif dont les propriétés sont très spécifiques. Il s'agit tout d'abord d'un actif peu liquide, même si le développement des fonds secondaires tend à atténuer ce défaut de liquidité. Sa durée de détention est par nature longue et il n'y a de surcroît pas de marché secondaire susceptible de faciliter les transactions. Le profil temporel des rendements dégagés par un fonds de capital investissement est une bonne illustration de cette faible liquidité. Pendant les premières années, le flux de trésorerie est négatif en raison de la mise en œuvre progressive des investissements et des frais de gestion prélevés par le gestionnaire. Ce n'est qu'au terme d'une période d'environ cinq ans que les entreprises présentes en portefeuille commencent à engendrer des revenus/plus-values et que l'activité devient profitable pour les investisseurs. Ce schéma, notamment la durée indiquée ici séparant la mise en œuvre des investissements de leur réalisation, est bien entendu simplificateur. Il s'applique davantage aux fonds de capital risque, qui portent sur de jeunes entreprises, qu'aux fonds de capital développement ou de capital transmission, qui concernent *a priori* des entreprises dégageant déjà des profits récurrents. En France, d'après l'AFIC, la durée moyenne d'une participation est ainsi de 3,7 ans.

Une seconde caractéristique du capital investissement est son manque de transparence. Les participations portent par définition sur des entreprises non cotées qui ne sont pas contraintes par des règles de communication aussi strictes que celles faisant appel public à l'épargne. A cela, il convient d'ajouter l'absence de suivi par des analystes financiers ou encore l'absence de toute information publique sur la valeur des participations, de par l'absence de cotation et d'échanges. Il en résulte une asymétrie d'information et des problèmes induits de sélection adverse et d'aléa de moralité, qui ne sont résolus qu'au prix de *due diligences* intensives (avant l'investissement) auxquels procèdent les investisseurs en capital et d'une surveillance étroite des entreprises en portefeuille. Les investisseurs en capital, à travers leurs associations professionnelles, ont d'ailleurs procédé depuis quelques années à une formalisation des procédures d'évaluation des participations et de *reporting* à l'attention des individus et des institutions auprès de qui ils ont levé des fonds, afin précisément de limiter l'incertitude inhérente à la détention d'actions non cotées¹⁷.

¹⁷ Cf. le document *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*, publié par l'AFIC, la BVCA et l'EVCA en mars 2005 (nouvelle édition en octobre 2006), ainsi que *EVCA Reporting Guidelines* (publié par l'EVCA en juin 2006).

Une dernière caractéristique du capital investissement est qu'il présente une espérance de rendement et un risque *a priori* élevés :

- dans le cas du capital risque, les entreprises financées ont des potentiels de croissance souvent importants mais leur activité n'est pas encore pérenne et elle est souvent entachée d'une forte incertitude (réussite technique et commerciale des innovations...) ¹⁸. Les entreprises jeunes et de taille modeste présentent par ailleurs une large dépendance au climat économique général ;
- une composante importante du capital investissement, en l'occurrence le capital transmission, implique un recours massif au levier d'endettement. Or, les profits d'une entreprise largement endettée présentent une sensibilité accrue au cycle conjoncturel ;
- le coût engendré par le suivi et le contrôle des entreprises, comme l'expertise qu'ils nécessitent, conduisent les investisseurs à concentrer leur portefeuille sur un nombre limité d'entreprises. Cette concentration peut accroître la performance des entreprises en portefeuille (meilleure connaissance et implication plus grande des managers du fonds), mais elle expose également le portefeuille à un risque spécifique, qui se superpose au risque systématique ¹⁹.

Le rendement exigé par les investisseurs d'un placement en capital investissement doit être en adéquation avec les sources de risque que nous venons de mentionner. La liquidité plus faible, les asymétries d'information découlant de règles de communication des entreprises moins strictes que sur les marchés d'actions cotées, l'incertitude sur la rentabilité des participations (liée à la nature de l'activité de l'entreprise ou à sa structure financière), la difficulté à diversifier les portefeuilles, doivent se traduire par des exigences de rendement supérieures à celles formulées pour la détention d'actifs plus traditionnels, comme les actions cotées.

4.2 Les performances à long terme

La performance du capital investissement est délicate à mesurer, de par l'absence de cotation des entreprises présentes dans le portefeuille. Ce n'est que lors d'évènements particuliers, telles que des cessions ou des introductions en bourse, qu'il est possible de fournir une évaluation objective des participations détenues et de calculer la performance des investissements. En l'absence de ces évènements, la valeur des titres en portefeuille est estimée par le gestionnaire du fonds, le cas échéant en utilisant des hypothèses conservatoires qui conduisent à lisser dans le temps l'évolution des valorisations. Comme nous l'avons mentionné précédemment, les investisseurs en capital européens déploient cependant depuis quelques années des efforts significatifs pour améliorer et standardiser les méthodes de valorisation des participations détenues.

¹⁸ Dans ces conditions, la possibilité que les participations détenues par un fonds de capital investissement performant de manière équilibrée est faible. La probabilité élevée d'échec sur certaines participations implique que la performance globale du fonds va dépendre de la sur-performance d'un nombre réduit d'entreprises.

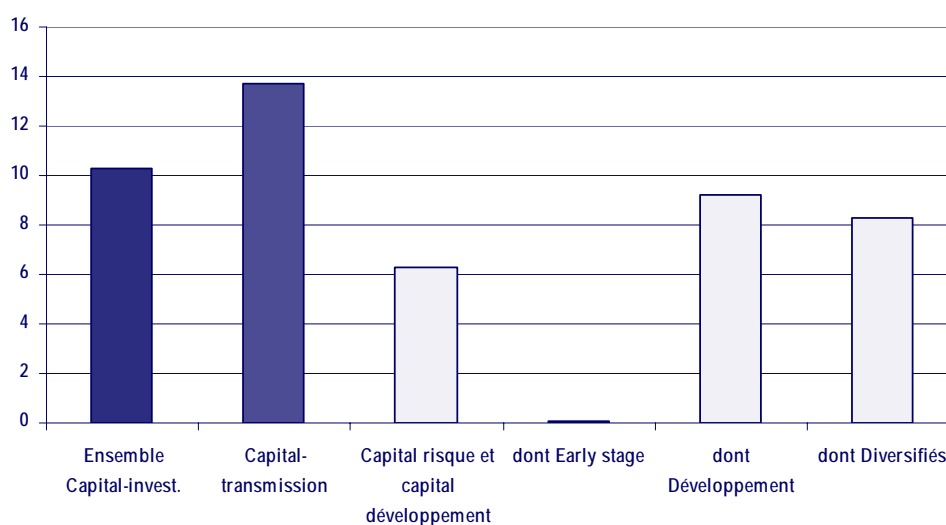
¹⁹ Pour tout type d'actif, le risque est composé d'une partie spécifique et d'une partie systématique, cette dernière représentant le lien existant entre le comportement d'ensemble du marché et le comportement de l'actif. Le premier de ces deux risques peut être réduit, voire éliminé, en recourant à une diversification des placements. Il en résulte qu'en théorie, il ne doit pas donner lieu à une rémunération additionnelle. Le second risque est, en revanche, non réductible. C'est lui qui va déterminer la taille de la prime de risque. On peut être plus précis, et montrer que la prime de risque exigée sur un actif s'exprime comme une fonction du risque économique auquel est exposée l'entreprise, augmenté du risque découlant de l'endettement (levier). Dans le cas du capital investissement, l'impossibilité de diversifier correctement le portefeuille conduit à l'existence d'un risque spécifique résiduel, qui doit être rémunéré. Mentionnons cependant que les fonds détiennent en règle générale un nombre de participations compris entre dix et quinze, ce qui permet une réduction significative du risque spécifique porté par le portefeuille.

nues. Parallèlement à ces questions de valorisation, le profil d'investissement et de distribution de revenus est par ailleurs spécifique, avec notamment un processus assez long non seulement de mises en œuvre des investissements mais également de distribution des revenus. Cette spécificité empêche de mesurer le rendement du capital investissement de la même manière que pour un investissement en actifs plus liquides, du type actions cotées.

La méthode traditionnellement retenue pour calculer le rendement d'un fonds de capital investissement se fonde sur la comparaison des sorties (investissements) et des rentrées de capitaux (revenus, gains de cession) au cours d'une période donnée, de préférence longue. A partir de ces flux, un taux de rendement interne est calculé, grandeur qui égalise la valeur actualisée des sommes investies et celle des revenus/gains de cession perçus au cours d'une période donnée. Un tel calcul est bien entendu affecté par les hypothèses retenues pour évaluer le portefeuille de début et de fin de période²⁰.

Les estimations réalisées par l'EVCA et Thomson Venture Economics à partir de ce type de méthode montrent qu'en Europe, le taux de rendement interne (net de frais de gestion) a été de 10,3% pour l'ensemble des fonds de capital investissement formés au cours de la période 1980-2005 (**graphique 11**). La décomposition de la rentabilité par segment d'activité met en évidence une forte hétérogénéité des performances. Précisément, la performance de l'ensemble capital risque et capital développement, freinée par le rendement quasiment nul des fonds *early stage* (0,1%), apparaît très inférieure à celle du capital transmission, respectivement 6,3% contre 13,7%. Les fonds de capital développement, qui n'interviennent pas lors des premières étapes de la vie des entreprises mais lors de stades ultérieurs de leur croissance, présentent pour leur part un taux de rendement interne de 9,2%.

Graphique 11 : Performance des fonds de capital investissement en Europe
(taux de rendement interne calculé à fin 2005 pour un échantillon de fonds formés au cours de la période 1980-2005 ; en %)



Sources : EVCA, Thomson Financial

²⁰ Cf. Artus et Teiletche (2004) pour une analyse détaillée de ce problème de mesure du rendement et de comparabilité avec le rendement des actifs cotés traditionnels.

Comme nous l'avons souligné, il est délicat de comparer le rendement dégagé par le capital investissement et le rendement des actifs plus liquides : le taux de rendement interne n'est pas opposable au taux de rendement usuel des autres actifs. Une méthode consiste à calculer un taux de rendement interne pour les actifs cotés, en supposant que les flux d'investissement et de revenus s'opèrent au même rythme que dans le cas du capital investissement. Les mesures effectuées avec cette méthode par l'EVCA suggèrent que le capital investissement dans son ensemble ne présente pas sur une période longue une sur-performance très significative par rapport aux actifs traditionnels concurrents. Plus précisément, si le capital investissement sur-performe largement les actions européennes appréhendées à travers le Morgan Stanley Euro Index, sa performance est assez proche de celle des petites valeurs cotées (HSBC Small European Company Index) et des obligations (JP Morgan Euro Bonds, **tableau 2**)²¹.

Tableau 2 : Rendements comparés du capital investissement
(taux de rendement interne calculé à fin 2005 pour un échantillon de fonds formés au cours de la période 1980-2005 ; en %)

	Capital- investissement	Morgan Stanley Euro Index	HSBC Small European Company Index	JP Morgan Euro Bonds
Capital risque et capital développement :	6,3	6,4	9,8	10,1
- dont <i>Early stage</i>	0,1	4,2	10,0	10,6
- dont <i>Développement</i>	9,2	8,4	10,3	9,2
- dont <i>Diversifiés</i>	8,3	6,3	9,9	9,6
Capital transmission	13,7	2,7	8,7	10,7
Ensemble Capital-investissement	10,3	4,3	9,7	10,5

Sources : EVCA, Thomson Financial

Les différences constatées précédemment à propos des rendements comparés des différents segments du capital investissement se retrouvent ici dans la comparaison avec les actifs cotés. Le capital transmission sur-performe sensiblement l'ensemble des classes d'actifs, tandis que l'ensemble capital risque et capital développement présente une performance identique à celle des actions européennes, mais très en deçà de celle des *small caps* et des obligations. Lorsque l'on fait abstraction des investissements concentrés sur les premiers stades de la vie des entreprises, on observe que le capital développement sur-performe légèrement les actions européennes, mais pas les autres classes d'actifs.

La mesure des performances du capital investissement peut cependant être entachée de différents biais, dont la non-prise en compte peut aboutir à des résultats faussés. Ces biais peuvent découler des pratiques retenues par les gestionnaires pour évaluer les investissements non encore réalisés. Ils peuvent également résulter de la composition des échantillons retenus pour opérer les estimations de performance, les investissements non réalisables (faillites, entreprises non rentables,...) tendant à être exclus de la population (biais

²¹ Mentionnons ici que la période concernée a été caractérisée par une large décline des taux d'intérêt à long terme, qui a dopé la performance des obligations.

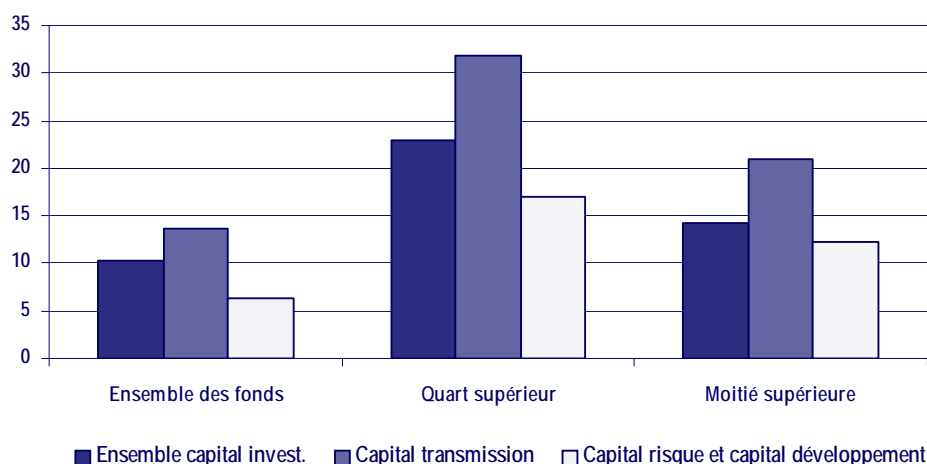
de sélection). Certaines études académiques, au demeurant assez peu nombreuses en raison d'une faible disponibilité des données, ont cherché à mesurer le rendement du capital investissement, en corrigeant les données brutes de ces différents biais. Centrées le plus souvent sur les Etats-Unis, de par l'étendue et l'ancienneté de ce marché, elles aboutissent à des résultats assez contrastés, mettant tour à tour en avant la sur-performance ou la sous-performance des fonds de capital investissement par rapport aux actifs concurrents, et particulièrement les actions cotées. Ljungqvist et Richardson (2003), par exemple, trouvent que les fonds de capital investissement ont affiché une performance moyenne sensiblement supérieure à celle du S&P500, de l'ordre de 5 à 8% par an au cours de la période 1981-2001. Cette sur-performance rémunérerait à la fois le supplément de risque porté par les investisseurs, mais également la non-liquidité des actifs²². Groh et Gottschalg (2006), qui se concentrent uniquement sur les fonds de *buyouts*, observent également une sur-performance significative de cette classe d'actifs par rapport à un portefeuille de valeurs cotées présentant des caractéristiques identiques, telles que la structure financière des entreprises. Phalippou et Zollo (2005a) obtiennent des résultats opposés aux précédents. Ils montrent que le rendement annuel du capital investissement dans son ensemble a été en moyenne au cours de la période 1980-1996 inférieur de 3% à celui du S&P500. Enfin, pour ce même indice et une période quasiment identique (1980-1997), Kaplan et Schoar (2003) obtiennent une performance équivalente du capital investissement et des marchés d'actions cotées. Au total, l'ensemble des études disponibles suggère que la mesure de la performance absolue et relative du capital investissement est largement dépendante des méthodes utilisées pour corriger les différents biais. De ce fait, il est difficile de conclure sur la performance à long terme du capital investissement appréhendé dans sa globalité.

4.3 La dispersion des performances et l'expertise des gérants

Les résultats précédents, qui portent sur de larges échantillons de fonds, peuvent être complétés et enrichis par une analyse des performances individuelles des différents fonds. Les statistiques de l'EVCA montrent ainsi que les performances ne sont pas homogènes et que cohabitent des fonds dont la rentabilité est médiocre et des fonds présentant d'excellents retours sur investissement. Ainsi, au niveau des fonds européens, la performance moyenne affichée par le quart des fonds les plus performants s'élève à près de 23% toutes catégories confondues (dont 31,8% pour les fonds de capital transmission et 17,1% pour les fonds de capital développement, **graphique 12**). Une différence nette demeure si l'on considère la moitié supérieure de l'échantillon de fonds. Cette dispersion est en partie à relier à la taille des fonds. Les fonds de grande taille apparaissent en moyenne plus performants que les fonds de taille plus modeste, et ce quel que soit le domaine considéré (capital transmission ou capital développement).

²² Ces résultats peuvent être rapprochés des simulations théoriques de prime de liquidité réalisées par Artus, Pochon et Teiletche (2005). Ces derniers estiment que la prime de liquidité exigée sur le capital investissement se situe à environ 2% pour un investisseur peu informé et à 4% pour un investisseur parfaitement informé, qui supporte un coût d'opportunité plus élevé du fait de la qualité de ses prévisions et des profits qu'il pourrait en tirer.

Graphique 12 : Dispersion de la performance des fonds de capital investissement
 (taux de rendement interne calculé à fin 2005 pour un échantillon de fonds formés au cours de la période
 1980-2005 ; en %)



Sources : EVCA, Thomson Financial

La littérature académique est en phase avec ces observations, et leur apporte des justifications. La compétence des gérants semble en la matière être un facteur décisif. Les grands fonds bénéficient d'une forte expertise, de part leur ancienneté et le nombre d'investissements effectués. A l'opposé, les fonds plus jeunes, de plus petite taille, souffrent d'un défaut d'expertise et d'un positionnement plus précoce sur la courbe d'apprentissage²³. Une telle relation entre la taille des fonds et la compétence des gérants est par ailleurs susceptible de s'auto-entretenir, dans la mesure où les fonds performants ont plus de facilité à lever des fonds auprès des investisseurs. Cette dispersion des rendements liée à la compétence des équipes se retrouve d'ailleurs dans les analyses cherchant à déterminer la « persistance » des rendements des fonds de capital investissement. Kaplan et Schoar (2003), notamment, mettent en évidence un tel phénomène de persistance : un gestionnaire qui aurait déjà géré un fonds de manière satisfaisante gèrera de la même façon le prochain fonds dont il aura la charge²⁴.

4.4 L'origine de la performance des *buyouts*

On insiste parfois sur l'effet de levier positif découlant de l'endettement contracté pour procéder à l'acquisition de la cible. Le coût de la dette étant inférieur au coût des fonds propres, l'augmentation du poids de la dette dans les ressources de l'entreprise se traduirait mécaniquement par une réduction du coût moyen du capital et donc par une augmentation de la valeur de l'entreprise. Les modèles théoriques portant sur le lien entre la valeur des entreprises et leur structure financière montrent clairement que cette vision de la dette est largement erronée, dans la mesure où l'affaiblissement de la structure financière de la firme s'accompa-

²³ Les économies d'échelle constituent également un facteur explicatif du rendement supérieur affiché par les fonds de grande taille. Par ailleurs, le lien entre la taille et la performance ne semble pas linéaire (Kaplan et Schoar, 2003) : la taille commence à être un handicap à partir d'un certain niveau, en particulier car la rareté des projets à financer peut conduire les gestionnaires à se positionner sur des entreprises moins prometteuses.

²⁴ On notera que les tests de persistance réalisés sur les fonds de gestion collective classiques concluent en général à l'absence de persistance des performances.

gne d'une augmentation du risque supporté par l'ensemble des parties prenantes. Dans le sillage des travaux précurseurs de Modigliani et Miller (1958), on peut en effet montrer que l'augmentation du levier d'endettement accroît la variabilité des dividendes reçus par les actionnaires, qui exigent en compensation une rémunération additionnelle. Elle augmente également le risque de défaut sur la dette, ce qui se traduit par une hausse du coût de la dette. Finalement, le recours à la dette peut aboutir au résultat inverse de celui escompté, à savoir une baisse de la valeur de la firme.

Un deuxième argument, plus convaincant, est souvent avancé pour justifier économiquement l'attrait des opérations de LBO et le recours à l'endettement : la fiscalité. Les intérêts payés sur les dettes étant déductibles des bénéfices imposables, le recours à l'endettement permet d'accroître la rémunération servie aux actionnaires, ce qui se traduit, toutes choses égales par ailleurs, par une augmentation de la valeur de l'entreprise.

L'argument le plus solide pour expliquer l'intérêt des opérations de LBO se situe du côté des coûts d'agence. Les LBO permettent en effet de résoudre les problèmes découlant des divergences d'intérêts des actionnaires et des *managers* de l'entreprise. Deux mécanismes principaux, respectivement reliés à la structure financière du LBO et à la structure de l'actionnariat, sont à l'œuvre :

- les charges d'intérêts importantes découlant de l'endettement occasionné par le rachat contraignent les *managers* à mettre en œuvre une gestion rigoureuse. De plus, le versement des intérêts vient diminuer les liquidités à disposition des managers (*free cash flow*) et dont ils pourraient faire un usage peu pertinent du point de vue des actionnaires ;
- les LBO se traduisent par la mise en place d'un actionnariat resserré, au sein desquels le risque de voir apparaître des phénomènes de passager clandestin dans le contrôle des *managers* est fortement réduit. La présence d'actionnaires possédant des parts importantes du capital est en effet propice à une implication dans le suivi de la gestion de l'entreprise. Par ailleurs, la mise en place d'une équipe de direction qui est également partie prenante au capital de l'entreprise permet un alignement de fait des intérêts des *managers* et des actionnaires.

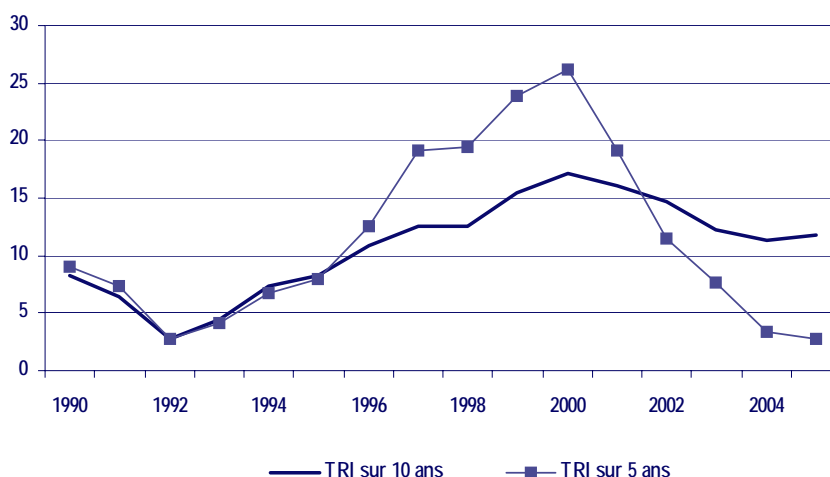
4.5 La dynamique des performances et la corrélation avec les autres actifs

Les taux de rendement interne calculés sur des horizons de temps plus courts permettent de mettre en évidence l'évolution dans le temps des performances. Le **graphique 13** présente l'évolution du taux de rendement interne calculé sur des périodes glissantes de cinq ans et de dix ans²⁵. Par construction, le taux de rendement interne sur un horizon de dix ans est bien entendu plus lisse que son homologue à cinq ans. On constate que la décennie quatre-vingt-dix a été marquée par une élévation assez continue du rendement à long terme, suivie d'une inflexion au début des années deux mille, dans le sillage de l'éclatement de la bulle internet et de la dégradation des conditions macroéconomiques. Le mouvement de repli est cependant as-

²⁵ Pour chaque date t , le calcul est réalisé en prenant comme investissement initial la valeur estimée du portefeuille de participations en début de période ($t-10$ ou $t-5$), tandis que les rentrées de fonds sont appréhendées comme la somme des revenus/plus-values perçues durant la période, à laquelle on ajoute la valeur estimée du portefeuille en fin de période (t).

sez modeste, au regard de la correction subie par les marchés d'actions. Le taux de rendement sur cinq années accuse plus sévèrement le cycle boursier, tout en restant cependant en territoire positif : l'année 2005 constitue le point bas, avec un taux de rendement interne de l'ordre de 3%.

Graphique 13 : Performances du *Private equity* en Europe
(TRI estimés pour différents horizons, fonds formés sur la période 1980-2005, en %)



Sources : Thomson Financial, Datastream

Cette résistance relative des rendements du capital investissement, dans un contexte pourtant très défavorable, invite à poser la question du degré de corrélation entre le capital investissement et les actifs concurrents. Il s'agit d'un élément important qui entre théoriquement dans la détermination du rendement exigé des fonds de capital investissement et dans la place que ces derniers doivent occuper au sein des portefeuilles des investisseurs. La vision selon laquelle le rendement du capital investissement est décorrélié du contexte macro-financier et de la performance des marchés d'actions semble assez largement erroné, au vu des résultats de la littérature académique²⁶. Phalippou et Zollo (2005b) montrent ainsi que le rendement du capital investissement est d'autant plus élevé que la croissance économique et les marchés d'actions ont été bien orientés pendant la durée de l'investissement. Plusieurs arguments plaident d'ailleurs intuitivement pour une telle corrélation :

- la valeur des investissements au moment de l'entrée et à la sortie est influencée par les conditions du marché des actions. Par exemple, la sortie par introduction en bourse se fera à un prix d'autant plus élevé que le marché d'actions dans son ensemble présentera lui même des niveaux de valorisation (appréhendés par les multiples) importants ;
- la croissance économique est une condition importante du développement des entreprises innovantes et de taille modeste.

²⁶ Sur ce point, il doit être souligné que la pratique de certains gestionnaires consistant à évaluer les investissements non encore réalisés à leur coût d'acquisition contribue à un abaissement artificiel de la volatilité et à une diminution de la corrélation avec les indices boursiers.

L'ensemble des estimations disponibles suggère cependant que l'intensité de la corrélation entre le capital investissement et les actifs concurrents (actions cotées en particulier) est suffisamment faible pour conférer au capital investissement une vertu de diversification dans les portefeuilles (Bance, 2004 ; Artus et Teiletche, 2004 ; Kaserer et Diller, 2004).

4.6 Le phénomène de *money chasing deals* ou les levées de fonds comme déterminants de la performance

Le marché du capital investissement présente un certain nombre de caractéristiques qui peuvent rendre difficile l'existence d'un prix d'équilibre (pour les participations) reflétant les perspectives de rendement et le risque, à l'image de ce qui se pratique sur le marché des actions cotées. Il en résulterait, d'après les estimations empiriques (Gompers et Lerner, 2000 ; Diller et Kaserer, 2005), une relation directe et causale entre le montant des fonds levés auprès des investisseurs, le prix des transactions sur le marché primaire (les *deals*) et la performance de ces investissements. Ces caractéristiques sont les suivantes :

- l'absence de véritable marché secondaire (hormis la possibilité de céder les participations à un fonds secondaire) et donc de prix public pour les participations : l'ajustement se réalise pour l'essentiel à l'occasion de la réalisation des transactions sur le marché primaire ;
- la contrainte pour les fonds de capital investissement d'investir les fonds levés et plus généralement la rigidité à la hausse comme à la baisse de l'offre de capital ;
- la concurrence entre les fonds de capital investissement pour placer leurs capitaux ;
- le nombre limité de projets disponibles.

Dans ces conditions, une augmentation du montant des fonds levés tend à se répercuter sur le prix des opérations réalisées sur le marché primaire. Le mouvement de prix peut être exagéré par rapport au couple rendement-risque du projet d'investissement, dans la mesure où l'excès d'offre de capital doit être absorbé par le marché, en l'absence de possibilité pour les *managers* de réallouer les fonds sur une autre classe d'actifs. Il en résulte des perspectives de rendement pour les investisseurs plus basses en raison d'un coût d'entrée trop important. Un autre élément peut concourir à la réduction du rendement reçu par l'investisseur : le temps séparant le moment où les capitaux sont levés par les fonds et le moment où ils sont investis est d'autant plus long que la concurrence entre les gérants est forte, du fait d'un temps de recherche important. On peut cependant mentionner que la possibilité pour les gestionnaires de n'appeler les fonds qu'au moment où l'investissement est effectué réduit la portée de cet argument.

Si un tel schéma de fonctionnement est valide, l'accélération très importante des levées de fonds constatées en Europe depuis 2005 sur le segment du capital transmission pourrait se traduire à terme par des rendements inférieurs aux rendements observés dans le passé et aux rendements escomptés par les investisseurs auprès de qui les capitaux ont été levés.

5. Synthèse des risques et pistes d'action pour le régulateur

Le capital investissement s'adresse principalement aux entreprises de taille petite ou moyenne non cotées. Cependant, le développement très rapide des opérations de LBO de grande taille est potentiellement source de risque pour le régulateur de marché. Quatre risques principaux ont ainsi été identifiés, sur ce segment particulier :

- les flux importants en direction des fonds de buyout risquent de se traduire par une baisse des primes de risque ou, ce qui est équivalent, par une élévation significative des prix d'acquisition. Il pourrait en résulter à terme pour les investisseurs finaux des performances plus faibles et une mauvaise allocation du capital. Ce risque peut être renforcé par la difficulté à valoriser les participations en portefeuille, en l'absence de cotation des titres sous-jacents et en dépit des diligences et des efforts déployés récemment par les investisseurs en capital pour améliorer et standardiser leur méthode de valorisation ;
- l'accès actuellement facile au crédit pour les opérations de buyout peut conduire à un endettement excessif, fourni par des acteurs qui ne porteraient pas nécessairement jusqu'à leur terme le risque de crédit et céderaient leurs créances sur le marché secondaire. Le risque principal pourrait être un affaiblissement de la qualité du crédit des portefeuilles de dette des investisseurs institutionnels ;
- le développement des opérations de capital transmission de grande taille sur des entreprises cotées peut impliquer à court terme une érosion de la cote des marchés boursiers. Une telle évolution pose la question de son impact sur la transparence des activités économiques et plus généralement l'efficacité du système financier. Ce risque est cependant pour l'instant d'intensité modeste et doit être évalué en prenant en compte une perspective de long terme et le rôle des capital investisseurs dans la dynamique future des introductions en bourse, car, au bout d'un cycle, les entreprises sorties de la cote y reviennent souvent, sous une forme similaire ou après restructuration ;
- les investisseurs du marché du capital investissement sont pour l'essentiel des investisseurs institutionnels qui ont a priori la capacité et la surface financière pour faire face au risque inhérent à ce type de placement. Le risque d'une diffusion excessive des produits de capital investissement auprès des particuliers apparaît pour l'instant très modeste, même si la cotation récente de certains fonds d'investissement, tel que KKR PEI au Pays-Bas, soulève la question des circuits de distribution et des conséquences que pourrait avoir pour les particuliers un accès plus large à ce type de placement .

L'identification de ces risques, qui, encore une fois, concernent principalement les grandes opérations de LBO, permet de formuler quelques pistes d'action possibles dans le proche avenir :

- l'Organisation Internationale des Commissions de Valeurs (OICV) a publié en mars 2007 un rapport sur les procédures de valorisation des actifs illiquides détenus par les fonds de gestion alternative. Les principes préconisés à cette occasion pourraient utilement inspirer une réflexion du même type sur la valorisation des actifs non cotés détenus par les fonds de capital investissement, en prenant en compte les standards de valorisation développés par les associations professionnelles au plan international ;
- le risque d'un endettement excessif dans le cadre des opérations de buyout soulève la question de l'appréciation du risque de crédit par le marché et, le cas échéant, du rôle des agences de notation. L'Autorité des marchés financiers a en charge chaque année la rédaction d'un rapport sur l'activité des agences de notation, qui devrait permettre de s'assurer, en liaison avec les autorités bancaires, que le risque de crédit découlant des opérations de rachat avec effet de levier est correctement appréhendé par ces agences ;
- le développement du "go private" et l'érosion de la cote des principaux marchés boursiers posent la question de la compétitivité comparée des différentes techniques de financement à la disposition des entreprises. Une étude plus précise de l'Autorité des marchés financiers sera donc entreprise pour mieux cerner les raisons, à la fois réglementaires et économiques, pouvant conduire les entreprises à organiser leur sortie de la cote ou à hésiter face à une introduction en bourse ;
- la cotation de fonds de capital investissement doit enfin susciter une réflexion du régulateur sur les conditions pratiques de transparence de ces fonds et sur la nécessité ou non de préciser le cadre réglementaire européen en la matière, en tenant compte là encore des recommandations formulées par les associations représentatives des investisseurs en capital. Les risques de mauvaise allocation des flux d'épargne, impliquant un sur- ou un sous-investissement en fonds de capital investissement, conduisent à reconsidérer les moyens en matière d'éducation financière des particuliers.

Références

- AFIC, BVCA, EVCA (2005)**, "International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines", mars (nouvelle édition en octobre 2006).
- AFIC, PriceWaterHouseCoopers (2007)**, "L'activité des acteurs français du capital investissement en 2006", présentation, 13 mars.
- AFIC, PriceWaterHouseCoopers (2006)**, Rapport sur l'activité du capital investissement en France – Année 2005.
- AFIC, PriceWaterHouseCoopers (2006)**, Rapport sur la performance du capital investissement en France – Année 2005.
- Artus P., Pochon F., Teïletche J. (2005)**, « Une estimation de la prime d'illiquidité », Etude, Ixis Corporate & Investment, N° 2005 – 06.
- Artus P., Teïletche J. (2004)**, "Asset allocation and European private equity: a first approach using aggregated data in Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds", EVCA.
- Bance A., (2004)**, "Why and How to Invest in Private Equity, Special Paper", EVCA.
- Banque de France (2006)**, "Les mécanismes de transfert de risque sont-ils suffisamment robustes ?", Chronique, Revue de la stabilité financière, décembre.
- Baygan G., (2003)**, "Venture Capital Policy Review: United States", STI Working Paper, OECD.
- Commission des Opérations de Bourse (1999)**, Rapport du groupe de travail présidé par M. Adhémar sur les règles d'organisation et de déontologie s'appliquant aux FCPR.
- EVCA (2006)**, EVCA Yearbook 2006.
- EVCA, Thomson (2006)**, "Pan-European Survey of Performance – From Inception to 31 December 2005", Research Notes.
- EVCA (2006)**, "EVCA Reporting Guidelines", Juin.
- Financial Services Authority (2006)**, "Private Equity: a Discussion of Risk and Regulatory Engagement", Discussion Paper, 06/6, Novembre.
- Gompers P., Lerner J. (1999)**, "What Drives Venture Capital Fundraising?", Brookings Papers on Economic Activity – Microeconomics 1998, The Brookings Institution.
- Gompers P., Lerner J. (2000)**, "Money Chasing Deals? The Impact of Fund Inflows on Private Equity Valuation", Journal of Financial Economics, Vol. 55.
- Gompers P., Kovner A., Lerner J., Scharfstein D. (2005)**, "Venture Capital Investment cycles: The Impact of Public Markets", Harvard University.

Groh P., Gottschalg O. (2006), "The Risk-Adjusted Performance of US Buyouts", Cahiers de recherche, HEC, 834/2006.

Jeng L.A., Wells P.C. (2000), "The Determinants of Venture Capital Funding: Evidence across countries", Journal of Corporate Finance, 6(3).

Jones C.M., Rhodes-Kropf M. (2003), "The Price of Diversifiable Risk in Venture Capital and Private Equity", Working Paper, Columbia University Graduate School of Business.

Kaplan S., A. Schoar (2003), "Private Equity Returns: Persistence and Capital Flows", Journal of Finance, 60.

Kaserer C., Diller C. (2004), "European private equity funds – A cash flow based analysis in Performance Measurement and Asset Allocation for European Private Equity Funds", EVCA.

Kaserer C., Diller C. (2005), "What Drives Private Equity Returns? – Fund Inflows, Skilled GPs, and/or Risk?", Working Paper.

Ljungqvist A., Richardson M. (2003), "The Cash Flow, return and risk characteristics of Private equity", NBER Working Paper 9454.

Modigliani F., Miller M.H. (1958), « The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment », American Economic Review, N°48.

Moody's Investors Service (2006), "Default and Migration Rates for Private Equity-Sponsored Issuers", Special Comment, Novembre.

Myers P. (2001), "Institutional Investment in United Kingdom: a review", HM Treasury, Londres.

NVCA (2006), National Venture Capital Association Yearbook 2006.

Phalippou L., Zollo M. (2005a), "The Performance of Private Equity Funds", Working Paper of the INSEAD-Wharton Alliance.

Phalippou L., Zollo M. (2005b), "What Drives Private Equity Fund Performance?", Working Paper of the INSEAD-Wharton Alliance.

Quiry P., Le Fur Y., Picchiottino B. (2002), « Pourquoi tant de LBO? », Lettre vernimmen.net, octobre.

Scouller L. (2006), "Guide to Quoted Private Equity 2006 – Part 1", UBS Investment Research, 26 janvier.

Trainar P. (2004), "Assurance et Private equity", Risques, N°60, décembre.

« Risques et tendances » est une publication réalisée par le Département des Etudes de la Direction de la régulation et des affaires internationales de l’Autorité des marchés financiers

Directeur de la publication
Hubert Reynier

h.reynier@amf-france.org
01.53.45.63.65

Rédacteur en chef
Fabrice Pansard

f.pansard@amf-france.org
01.53.45.63.57

Equipe de rédaction
Anne Demartini

a.demartini@amf-france.org
01.53.45.63.39

Elisabeth Fonteny

e.fonteny@amf-france.org
01.53.45.63.61

Laurent Grillet-Aubert

l.grillet-aubert@amf-france.org
01.53.45.63.38

Carine Romey

c.romey@amf-france.org
01.53.45.63.41

Secrétariat
Muriel Visage

m.visage@amf-france.org
01.53.45.63.35

« Risques et tendances » reflète les vues personnelles de ses auteurs et n’exprime pas nécessairement la position de l’AMF
