

Option **Finance**

ISSN / 0989/1900 - 12 €

www.optionfinance.fr

N°1674 - Lundi 17 octobre 2022

**PRIVATE
EQUITY**

**Une santé
insolente**



ÉNERGIE VERTE

Des contrats à long terme pour lisser les coûts

RECONVERSION PROFESSIONNELLE

Ces financiers qui ont sauté le pas

ASSET MANAGEMENT

Le subadvisory, nouveau visage de l'architecture ouverte

Private equity Une santé insolente



En dépit des répercussions économiques de la crise sanitaire et du conflit russo-ukrainien, les spécialistes français du capital-investissement n'ont jamais collecté ni investi autant d'argent. Leurs réserves de liquidités et leur positionnement diversifié constituent, pour l'heure, des garde-fous efficaces face à la dégradation de la conjoncture. A condition, estiment toutefois certains observateurs, que celle-ci reste limitée.



A lors que les économistes s'interrogent sur l'ampleur de la récession à venir, un secteur de l'économie semble miraculeusement échapper à la crise : le private equity. Au premier semestre 2022, les acteurs français de l'industrie ont levé 21 milliards d'euros et investi 18 milliards d'euros, deux chiffres en augmentation de respectivement 14,1 % et 32 % sur un an... et surtout, les plus élevés de leur histoire.

Sur la période, toutes les collectes et allocations des segments du capital-investissement hexagonal, à savoir le capital-innovation, le capital-développement, le capital-transmission et les fonds d'infrastructures, ont été orientées à la hausse (voir diagrammes p. 12 et 13). Entre janvier et juin derniers, 1 559 entreprises ont été visées par les investissements de la filière, soit 25 % de plus qu'au premier semestre 2021. « Le non-coté se distingue des autres classes d'actifs, pénalisées par l'accélération de l'inflation, la



François Jerphagnon, membre du directoire d'Ardian France et responsable, Ardian Expansion

hausse des taux et les perspectives de récession », indique Régnald Béjaoui, managing partner au sein du cabinet de conseil Alvarez & Marsal. De fait, alors que le CAC 40 et le SBF 120 ont cédé respectivement 18,5 % et 20,3 % depuis le début de l'année, les fonds actions européens ont encaissé une décollecte de 40 milliards d'euros. Les fonds obligataires investis en Europe ont, pour leur part, vu leurs encours se replier de 80 milliards d'euros. Quant à la capitalisation globale des cryptoactifs, censés être décorrélés des variations des prix et insensibles aux poli-

« Pour un euro prêté entre 2011 et 2021, les souscripteurs de certains de nos fonds se sont vu rendre plus de trois euros pour un TRI supérieur à 25 % . »

tiques monétaires des banques centrales, elle s'est effondrée de près de 70 % depuis le pic atteint par ces instruments alternatifs en novembre 2021...

Le marché obligataire perturbé

La résistance du capital-investissement a de quoi surprendre dans le contexte actuel, marqué

par le retour de l'inflation et la hausse des taux. Au point que certains financiers n'hésitent plus à s'inquiéter ouvertement d'un tel paradoxe. Directeur des gestions d'Amundi, Vincent Mortier est allé jusqu'à déplorer, avant l'été, la formation d'une « grosse bulle sur les marchés privés », n'hésitant pas à comparer certains pans du

1 559 entreprises ont été visées par les investissements du capital-investissement français au premier semestre 2022, soit 25 % de plus qu'au premier semestre 2021.

Au premier semestre 2022, les levées de plus d'un milliard d'euros ont compté pour plus de 40% de la collecte totale des sociétés de gestion françaises actives dans le non coté.

Beaucoup de sociétés d'investissement se sont livrées à des opérations de concentration au cours des dix dernières années.



La BCE redoute que sous l'effet de la hausse des taux, le renchérissement des coûts d'endettement des entreprises sous LBO ne déstabilise les banques européennes.



capital-investissement à « une pyramide de Ponzi ».

Les tensions économiques, exacerbées par le déclenchement du conflit russo-ukrainien, compliquent effectivement l'activité des fonds. Sur le marché obligataire, d'abord, la fermeture du compartiment high yield et le renchérissement significatif des coûts de financement – le midswap euro à 5 ans a crû de 0,1 % à 2,50 % entre janvier et fin septembre – freinent les opérations de LBO. « En France, aucun LBO nécessitant plus de 300 millions d'euros de dette n'a été conclu au cours des six derniers mois », signale Emmanuel Laillier, directeur du private equity chez Tikehau Capital.

Une baisse des cessions

Sur les marchés actions, ensuite, le regain de volatilité constaté depuis le quatrième trimestre 2021 a provoqué la fermeture du marché primaire. Par conséquent, les fonds français qui projetaient de céder des actifs par le biais de la Bourse ont été contraints de reporter leurs opérations. « Aucune société détenue ou partielle-

ment détenue par un fonds français ne s'est introduite sur le marché réglementé d'Euronext Paris depuis la cotation d'OVHcloud en juin 2021 » précise un expert. Le phénomène n'est pas propre à l'Hexagone. Au premier semestre 2022, l'effondrement de près de 90 % du marché des introductions en Bourse outre-Atlantique a très

fortement contribué au repli des cessions réalisées par les fonds de private equity américains. Un recul de 37 %, à 338 milliards de dollars, selon Bain & Company.

Dans le même temps, la chute des valorisations des entreprises cotées a rejailli sur celles des sociétés non cotées. Entre le quatrième trimestre 2021 et

le deuxième trimestre 2022, le multiple d'acquisition moyen des PME européennes détenues par des fonds s'est contracté de 11,5 à 10 fois l'Ebitda. Cette baisse significative, inédite depuis 2012 et dont l'amplitude n'avait même pas été atteinte dans les mois ayant suivi le déclenchement de la pandémie de Covid-19, concerne en par-

Des investissements à peine ralentis par la crise sanitaire (en Md€)



Source : France Invest / Grant Thornton

ticulier plusieurs sous-secteurs de la Tech. « Certains fonds français qui avaient acheté cher leurs cibles il y a cinq, six ou sept ans et qui vont chercher à s'en séparer dans les prochains mois vont avoir du mal à rentabiliser leurs investissements », estime Rénald Béjaoui.

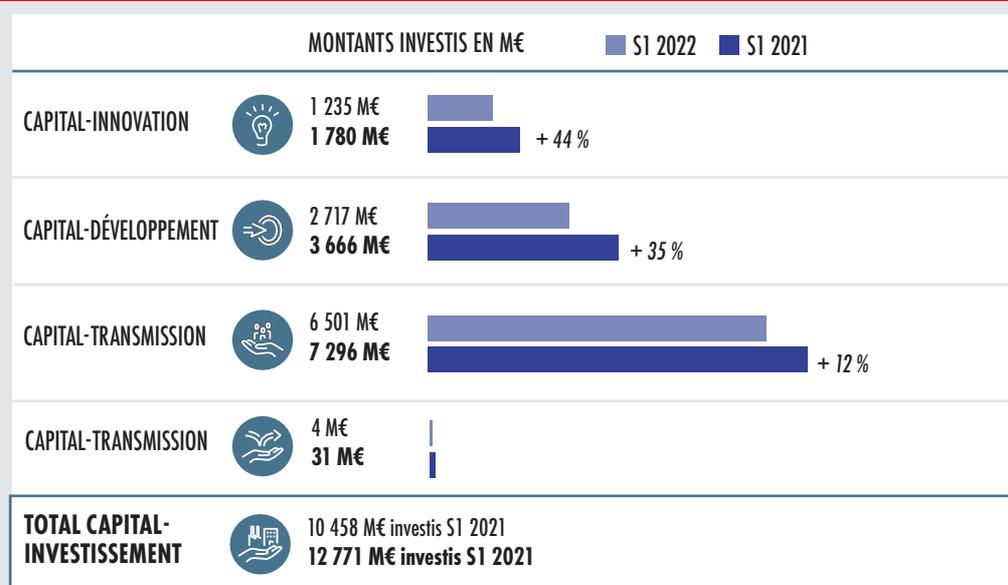
La BCE inquiète

Surtout, l'inflation et le renchérissement des taux fragilisent les entreprises dont les fonds sont actionnaires. C'est en particulier le cas des sociétés sous LBO, dont le niveau d'endettement n'a pas cessé d'augmenter ces dernières années. Entre 2019 et 2020, plus de la moitié des acquisitions avec effet de levier réalisées dans la zone euro ont été conclues au moyen de prêts (« leverage loans ») excédant 6 fois l'Ebitda, selon la Banque centrale européenne (BCE). Cette proportion a même atteint 60 % au premier semestre 2021. En cas de fort ralentissement

Entre le quatrième trimestre 2021 et le deuxième trimestre 2022, le multiple d'acquisition moyen des PME européennes détenues par des fonds s'est contracté de 11,5 à 10 fois l'Ebitda.

économique, ces entreprises, déjà exposées à un renchérissement de leurs charges financières, pourraient avoir beaucoup plus de mal à rembourser leurs dettes. Une menace pour les institutions financières : entre 2018 et 2021, l'exposition des banques systémiques européennes – parmi lesquelles figurent BNP Paribas, groupe BPCE, Société Générale et

Les investissements de l'ensemble des segments du private equity ont progressé au premier semestre 2022



Source : France Invest / Grant Thornton

Crédit Agricole – aux financements à effet de levier a doublé, pour atteindre 500 milliards d'euros. Dès le printemps dernier, la BCE s'est ainsi inquiétée de cette situation, jugée à même, non seulement de provoquer une recrudescence des faillites, mais encore de déstabiliser le système financier communautaire.

Pour l'heure, les acteurs du private equity ne cèdent pas à l'inquiétude, estimant qu'ils disposent de suffisamment d'atouts pour faire face aux menaces qui pèsent sur l'économie. Ils détiennent d'abord un confortable matelas de

liquidités. Portées par l'abondance des ressources disponibles sur le marché, les levées annuelles du secteur ont augmenté de 5 milliards à 24,5 milliards d'euros entre 2012 et 2021. « Ces dernières années, ces collectes ont été abondées pour environ un tiers par des investisseurs européens et pour environ 20 % par des investisseurs internationaux », détaille Alexis Dupont, directeur général de France Invest. Au premier semestre 2022, les levées de plus d'un milliard d'euros ont même compté pour plus de 40 % de la collecte totale des sociétés de gestion françaises

actives dans le non-coté, une première. Les fonds détiennent aujourd'hui tellement de cash qu'ils sont capables de financer eux-mêmes des dettes LBO !

L'essor de la Tech

Les acteurs français du capital-investissement ont en outre adopté un mode de développement qui les rend à priori plus résistants face à un changement de cycle. Alors qu'ils étaient généralement positionnés sur un seul segment – le capital-développement, le capital-transmission (« buyout »), ou encore le capital-risque –, ils ont progressivement diversifié

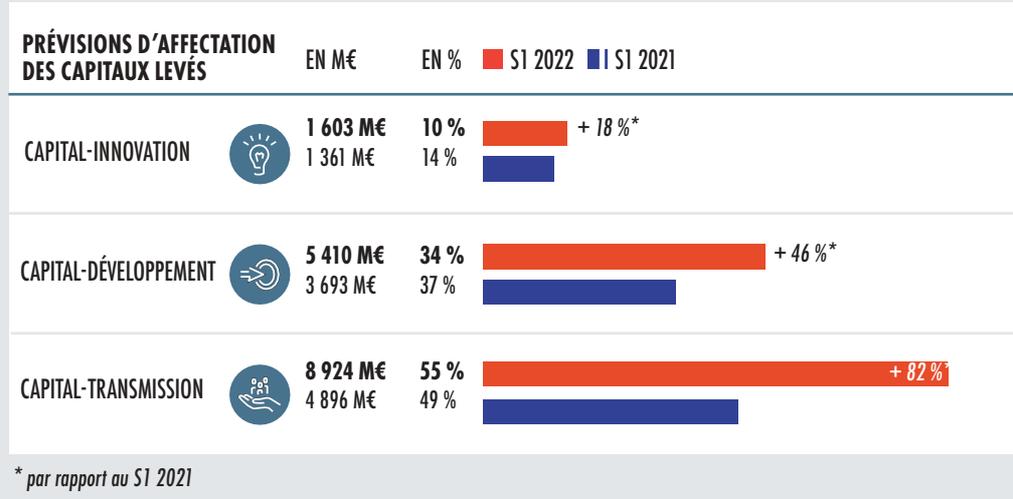


« En France, aucun LBO nécessitant plus de 300 millions d'euros de dette n'a été conclu au cours des six derniers mois. »

Emmanuel Lailier, directeur du private equity, Tikehau Capital

leurs sources de rendement, en étendant peu à peu leur champ d'intervention, devenu trop étroit en raison d'un nombre de dossiers limités et d'une explosion de la concurrence. « En 1996, nous avons lancé une activité de LBO qui ciblait, à l'origine, des entreprises de taille moyenne françaises puis européennes dans des secteurs variés, explique François Jerphagnon, membre du directoire d'Ardian France et responsable d'Ardian Expansion. Un an plus tard, nous avons mis sur pied une équipe spécialisée dans le venture dit "late stage" et la Tech. » Peu de temps après, ces sociétés d'investissement ont constitué des fonds secondaires pour faciliter les sorties. « Grâce à ces véhicules dédiés à l'acquisition de parts d'entreprises détenues par d'autres fonds, elles se sont donné pour objectif de réduire l'illiquidité des investissements non cotés,

Les levées du capital-transmission explosent



Source : France Invest / Grant Thornton

dont la durée de détention est en général comprise entre cinq et huit ans », explique Rénald Béjaoui. De même, les multiples entreprises technologiques créées après l'explosion de la bulle Internet ont été perçues comme de nouveaux gisements de

valeur. « Les années 2003-2006 ont coïncidé avec la mise en place de fonds initiaux d'amorçage et d'un plus grand nombre de véhicules de capital-risque », explique Alexis Dupont. Le dynamisme économique d'un nombre croissant de pays en voie de développe-

ment a par ailleurs engendré de nouveaux besoins en infrastructures, et donné lieu au lancement de fonds centrés sur les actifs réels, dont l'immobilier. « Les véhicules de dette privée ont, pour leur part, prospéré au lendemain de la crise financière de 2008, à la faveur du

Des particuliers de plus en plus actifs

● En 2021, les sociétés d'investissement françaises actives dans le capital-investissement ont levé 4,27 milliards d'euros auprès des family offices et des particuliers, soit 17 % de leur collecte annuelle totale, selon France Invest et Grant Thornton. Ce montant a progressé de 78 % sur un an. Sur la période, les family

En 2021, les sociétés d'investissement françaises actives dans le capital-investissement ont levé 4,27 Md€ auprès des family offices et des particuliers, soit 17% de leur collecte annuelle totale.

offices et les particuliers se sont imposés comme les deuxièmes pourvoyeurs de fonds des acteurs tricolores du private

equity, derrière les fonds de fonds et autres gestionnaires d'actifs.

● Sur les 4,27 milliards d'euros précités, 1,71 milliard d'euros a été investi par des family offices, 1,11 milliard d'euros via des souscriptions à des fonds professionnels (fonds professionnels de capital-investissement, sociétés de libre partenariat, etc.), 381 millions d'euros au travers de fonds d'investissement de proximité (FIP) et de fonds communs de placement dans l'innovation (FCPI), et 287 millions d'euros via des souscriptions à des fonds non professionnels (fonds communs de placement à risque, sociétés de capital-risque, etc.). Les montants collectés au titre de l'assurance-vie en unités de compte se sont élevés à 515 millions d'euros.

● En France, l'ouverture croissante du capital-investissement aux particuliers est due notamment, depuis plusieurs années, à la création de véhicules dédiés par plusieurs sociétés de gestion actives



historiquement auprès des investisseurs institutionnels. En septembre dernier, Eurazeo a par exemple lancé un fonds commun de placement à risque orienté vers le buyout et le capital-croissance accessible dès 5 000 euros d'investissement via plusieurs distributeurs. Cette démocratisation s'explique en outre par le développement de petites sociétés de gestion ciblant exclusivement une clientèle individuelle, à l'instar d'Altarcoc, Alphacap, Moonfare et Peqan. « Nous constituons des fonds de fonds qui revêtent la forme de fonds communs de placement à risque ou de fonds professionnels de capital-investissement, explique Jean-Philippe Hecketsweiler, fondateur de Peqan. Ces véhicules sont accessibles à partir, respectivement, de 20 000 et 100 000 euros d'engagement. »

recul d'une partie de l'activité d'un grand nombre d'établissements de crédit contraints de se désengager de certains actifs en raison du durcissement de leurs contraintes prudentielles », note François Jerphagnon.

La recherche d'une taille critique

Pour mener à bien cette diversification, beaucoup de sociétés d'investissement se sont livrées, au cours des dix dernières années, à de nombreuses opérations de concentration. Si Eurazeo a, par exemple, fait passer OFI Private Equity Capital et Iinvest Partners dans son giron en 2011 et 2018, AXA IM a mis la main sur Capza. Le premier a ainsi renforcé son expertise dans le financement des PME et ETI, le second son positionnement dans la dette privée. D'autres gérants, à l'instar de Tikehau Capital, ont mis à profit ces acquisitions pour étendre leur expertise sectorielle. « Avec



« Les fonds disposent de suffisamment de liquidités pour soutenir leurs entreprises sur le long terme. »

Jean-Philippe Hecketsweiler, fondateur, Peqan

français du private equity ont atteint une indispensable taille critique. « Sans elles, ces intermédiaires ne pourraient pas concurrencer les géants nord-américains et anglo-saxons du secteur, et passeraient sous les radars d'un certain nombre de grands investisseurs institutionnels mondiaux », souligne un avocat.

Forte de ses réserves de cash et de son positionnement diversifié, l'industrie s'estime capable d'absorber le choc d'un nouveau ralentissement écono-

après des particuliers.

Les statistiques plaident plutôt en leur faveur. En moyenne, le chiffre d'affaires des seules entreprises détenues par des fonds français de LBO au cours des dix dernières années a crû annuellement de 18 à 20 %, contre 9 % pour les entreprises du SBF 120, selon Invest Europe. Celui des petites start-up, détenues dans leur grande majorité par des fonds de capital-risque, a progressé en moyenne de 30 % en 2021, selon la Banque de France. « Les sociétés d'investissement du non-coté détiennent par ailleurs suffisamment de véhicules et sont implantées dans suffisamment de secteurs pour que les contre-performances des uns soient compensées, voire effacées, par les surperformances des autres », renchérit Régnal Béjaoui.

Là encore, les rares chiffres disponibles, publiés par France Invest, abondent dans ce sens : entre 2011 et 2021, les fonds français du non-coté ont enregistré un taux de rendement interne (TRI) annuel moyen de 14,5 %, quand le CAC 40 n'a progressé en moyenne, chaque année, que de 11 %. Certaines sociétés de gestion revendiquent même des niveaux de redistribution supérieurs. « Pour un euro prêté sur la période, les souscripteurs de certains de nos fonds se sont vu rendre plus de trois euros pour un TRI supé-

rieur à 25 % », assure François Jerphagnon.

S'ils ne remettent pas en question cette performance, certains experts restent tout de même sceptiques. « Face à la chute des valorisations des actions et des obligations, le poids du private equity va beaucoup croître dans les portefeuilles de certains institutionnels, ce qui, compte tenu de leurs règles prudentielles, va leur poser problème, prévient un asset manager. Cela pourrait les amener à diminuer leurs engagements dans le secteur. » Une éventuelle aggravation de la situation économique pourrait aussi pousser les particuliers à se montrer un peu moins favorables à la classe d'actifs. Pour l'heure, sauf détérioration brutale de la conjoncture, le capital-investissement français devrait réaliser, à fin décembre, la meilleure année de son histoire. ■

Thomas Feat
 @TomFeat

Entre 2011 et 2021, les fonds français du non coté ont enregistré un taux de rendement interne (TRI) annuel moyen de **14,5 %**, quand le CAC 40 n'a progressé en moyenne, chaque année, que de **11 %**.

le rachat d'Ace Management en 2018, devenu Tikehau Ace Capital, nous nous sommes imposés parmi les principales sociétés d'investissement françaises actives auprès de l'industrie aéronautique, affirme Emmanuel Laillier. Depuis, nous avons pris des participations dans une vingtaine d'entreprises de la filière. Quant aux actifs sous gestion de Tikehau Ace Capital, ils ont crû de 400 millions à 1,4 milliard d'euros. » Grâce à ces acquisitions, les principaux acteurs

mique. « Les tensions actuelles n'ont pas vocation à durer, et donc à remettre en question les acquis du capital-investissement », juge Emmanuel Laillier. Une confiance qui, pour certains observateurs, paraît justifiée. « Les fonds disposent de suffisamment de "poudre sèche" pour soutenir leurs entreprises sur le long terme, y compris les plus exposées aux détériorations de la conjoncture », pense Jean-Philippe Hecketsweiler, fondateur de Peqan, société de gestion active

À lire aussi :

■ **Capital-investissement**
Les LBO victimes du credit crunch
 p.17