

LE PRIVATE EQUITY ENTRE DANS UN NOUVEAU PARADIGME



*par Hélène Meziani,
Responsable du pôle
Banque-Assurance-Finance
des Echos Etudes*

Les Echos
ÉTUDES

Le capital-investissement a bénéficié jusqu'ici d'une conjoncture très positive. Il a aussi pu compter sur la hausse des valorisations des entreprises pour générer des rendements élevés. Mais les nouvelles réalités économiques changent la donne. Comment les acteurs vont-ils pouvoir désormais créer suffisamment de valeur au sein de leurs participations ? Réponse avec Les Echos Etudes.

Une conjoncture favorable et des rendements élevés

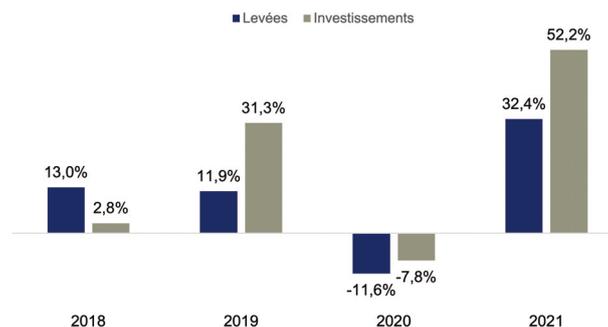
A l'exception du coup d'arrêt de 2020, le marché français du private equity a été extrêmement dynamique ces

dernières années, grâce notamment à un environnement économique et financier favorable. Les fonds d'investissement ont profité ces dernières années du regain d'intérêt des investisseurs, à la recherche de rendement, qui ont augmenté leur allocation en private equity. À l'exception des banques, les principaux souscripteurs du private equity ont en effet augmenté leurs contributions dans les levées des véhicules français sur moyenne période.

La croissance des levées de fonds a reposé en grande partie sur la taille des véhicules ainsi que sur l'internationalisation croissante. L'action de Bpifrance, en par-

L'évolution des levées de fonds et des investissements du private equity français

Source : France Invest / Grant Thornton, % des variations annuelles en valeur

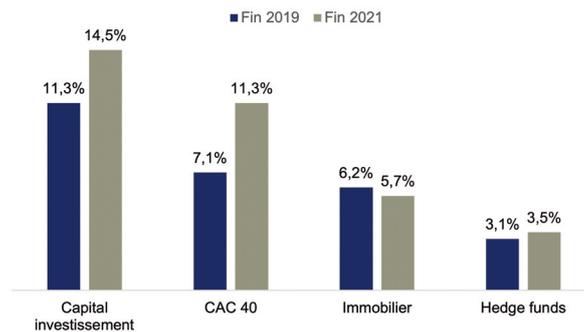


ticulier, a permis de faire apparaître et grandir de nouveaux acteurs, mais l'institution publique a aussi eu pour objectif affiché de pousser à une concentration croissante du secteur. Par ailleurs, la montée en puissance du marché secondaire a également encouragé l'accélération de la croissance, en favorisant la liquidité du capital-investissement.

L'attractivité du private equity pour les investisseurs institutionnels est liée aux performances des fonds, très élevées, en comparaison des autres familles d'actifs. Le capital transmission ainsi que les fonds généralistes, notamment, affichent des niveaux de rendements largement supérieurs à des classes d'actifs plus traditionnelles comme l'immobilier ou la Bourse, ainsi qu'une volatilité plus faible que les actions.

La comparaison des performances annuelles sur 10 ans des grandes classes d'actifs

Source : France Invest / EY, CAC 40 : comparaison réalisée à l'aide de la méthode PME avec dividendes réinvestis, moyennes sur 2010-2019 et 2012-2021



Le ciel s'assombrit désormais

La hausse continue des multiples fait toutefois craindre depuis plusieurs années un risque de surchauffe du marché et de baisse de la rentabilité des fonds. Les valorisations des entreprises en Europe ont progressé régulièrement ces dernières années, soutenues par les politiques accommodantes des banques centrales. Les liquidités importantes sur le marché ont, de leur côté, accru la concurrence entre sociétés de gestion ainsi qu'avec les acteurs corporates ou acquéreurs stratégiques. Sur les opérations d'envergure, on voit par ailleurs émerger la concurrence de grands Limited Partners, notamment étrangers, investissant en direct (ou en co-investissement avec les GPs). Ces investisseurs institutionnels bénéficient de ressources importantes, d'horizons d'investissement bien plus longs et d'un coût du capital plus faible que celui des acteurs du private equity et peuvent par exemple viser des objectifs de TRI un peu inférieurs.

L'explosion des valorisations ces dernières années est problématique pour les acteurs du private equity pour plusieurs raisons :

- Le niveau toujours élevé de la poudre sèche fait que les besoins d'investissement à court terme par les fonds de private equity restent importants. Or, le nombre de cibles de bonne qualité et susceptibles d'ouvrir leur capital est limité. Ces entreprises coûtent aujourd'hui très cher, et la concurrence pour les attirer est très importante.

- Inflation, difficultés d'approvisionnement et de recrutement dans certains secteurs... le ralentissement de l'économie est entamé. La plupart des zones géographiques sont touchées, mais la France et l'Europe peuvent s'attendre en 2023 à une stagnation de leur PIB selon les prévisions de Rexecode, compte tenu de l'impact plus important de la guerre en Ukraine sur le continent. La dégradation de la conjoncture économique et les pressions croissantes sur les marges vont accroître les difficultés des entreprises ainsi que les défaillances, même s'il faut noter que les participations des acteurs du private equity résistent en moyenne mieux aux crises. L'anticipation d'un ralentissement, et désormais la manifestation de ce risque, font craindre une baisse future des multiples et donc des performances des fonds. Les prix de sortie devenant plus faibles que les prix d'acquisition, il va ainsi être plus difficile de dégager des rendements importants, y compris avec des opérations de buildups.

La baisse future des rendements apparaissait comme évidente pour les sociétés de gestion comme pour les investisseurs institutionnels, y compris avant la crise du Covid-19. Ces derniers comptent toutefois sur la capacité du private equity à créer de la valeur même en temps de crise ou de ralentissement économique grâce à leur capacité à identifier les meilleures opportunités, l'amélioration des performances opérationnelles, les buildups...

Des pistes pour continuer à créer de la valeur

L'accompagnement des participations pour créer de la valeur en interne (hausse du chiffre d'affaires, amélioration de la marge opérationnelle...), et ne plus s'appuyer uniquement sur la hausse des valorisations, constitue un levier pour accroître les rendements dans le contexte actuel. Ces stratégies de long terme risquent d'allonger de nouveau la durée de détention des participations en portefeuille alors que celle-ci a justement eu tendance à baisser ces dernières années.

La poursuite des stratégies de diversification sectorielle des portefeuilles, le positionnement sur les secteurs les plus résilients ainsi que l'intégration des critères ESG dans les décisions d'investissement vont également constituer des leviers pour protéger les portefeuilles de la crise mais aussi pour accroître leur rentabilité. La diversification du risque des sociétés de gestion reste un rempart contre un effondrement global du portefeuille en cas de crise et peut passer par la répartition sectorielle du portefeuille ou par la structuration du fonds. Il faut d'ailleurs noter que le secteur est de plus en plus polarisé entre acteurs spécialisés et acteurs diversifiés. En particulier, les plus grosses sociétés de gestion se diversifient au sein du private equity et en dehors. Un mouvement de plateformes qui vise à attirer les souscripteurs en répondant plus largement à leurs attentes d'investissement. Une allocation sectorielle diversifiée permet de mieux résister aux chocs, la répartition pouvant s'opérer à travers plusieurs secteurs ou bien de manière plus granulaire sur un seul grand secteur. Les acteurs du private equity se diversifient également en développant des activités connexes : fonds de fonds, infrastructures et private debt en particulier.

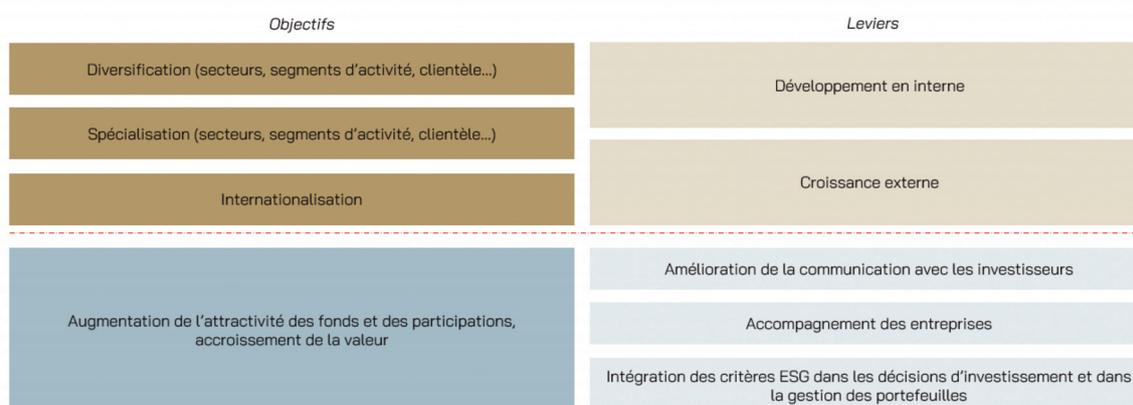
Mais la spécialisation est aussi une stratégie valable pour générer des rendements élevés. Elle attire, au contraire de la diversification, plus souvent des acteurs de moindre en-

vergure. Parmi ses avantages, notamment lorsqu'elle est sectorielle : meilleure capacité de sélection grâce au développement d'une grande expertise sur certains sujets, attractivité auprès des entrepreneurs soucieux d'être accompagnés par des investisseurs appréhendant au mieux leurs enjeux et parlant le même langage, attractivité auprès des investisseurs grâce à un positionnement sur un secteur connu et analysable, ainsi que des perspectives de rentabilités potentiellement accrues par une meilleure connaissance du segment ou du secteur...

Enfin, déjà présente dans les thèses d'investissements depuis plusieurs années, l'intégration des critères ESG devient aujourd'hui une stratégie incontournable. Si l'attractivité auprès des investisseurs reste une dimension importante de l'engagement ESG des acteurs du private equity, les mentalités ont évolué, et ceux-ci identifient désormais clairement les bénéfiques en termes de création de valeur. 66% des acteurs du private equity interrogés par PwC dans le cadre de son étude *Private Equity Responsible Investment* (2021) ont classé la création de valeur comme l'un des trois principaux moteurs de l'investissement responsable, suivi par l'alignement avec les valeurs de l'entreprise (52%) et la pression des investisseurs (41%).

La mise en place de ces stratégies sera-t-elle suffisante pour faire face à la dégradation de la conjoncture économique et financière ? Une chose est certaine, les acteurs du private equity, de même que les investisseurs institutionnels sont mieux préparés que lors de la crise de 2008. Ils l'ont montré en 2020, en mettant rapidement en place des dispositifs de gestion de crise, augmentant leur communication auprès des investisseurs et leur accompagnement auprès de leurs participations. Certains acteurs jugeaient même que c'était l'expérience de 2008 qui les avaient préparés à gérer les conséquences de la pandémie. Une expérience qui va être précieuse dans les prochains mois...

Panorama des grands axes stratégiques des acteurs du private equity



Source : Les Echos Etudes