

INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS ET *PRIVATE EQUITY*

JÉRÉMIE DELECOURT *

Les investisseurs institutionnels sont des acteurs prédominants de l'économie mondiale. Ils jouent un rôle moteur dans l'internationalisation des marchés financiers et ont acquis la première place en tant qu'actionnaires dans de nombreuses entreprises.

Représentant près de 50 000 milliards d'euros¹ (1 200 milliards d'euros² en France) et ayant un poids considérable dans la gestion financière internationale, ils suscitent de plus en plus l'intérêt des gestionnaires de fonds et constituent pour le *private equity* une source de financement considérable.

33

Bien qu'intéressés par le *private equity* et comprenant l'intérêt que représente cette classe d'actifs, les investisseurs institutionnels, en particulier les investisseurs français, y consacrent une part encore faible de leurs encours du fait notamment des contraintes d'adéquation actif/passif.

Sur un marché devenu très concurrentiel, la relation entre le *private equity* et les investisseurs institutionnels apparaît désormais fondamentale.

PRIVATE EQUITY : UNE CLASSE D'ACTIFS TOURNÉE VERS LES INSTITUTIONNELS

Le private equity : nouveau mode de gestion

Le capital-investissement (ou *private equity*) a connu une très forte croissance au cours des dix dernières années, avec en 2007 près de 500 milliards de dollars levés.

* AXA Private Equity.

Le *private equity*, plus qu'une classe d'actifs, est un nouveau mode de gestion de l'entreprise qui permet de générer une rentabilité plus élevée.

Outre offrir des performances supérieures aux véhicules d'investissement classiques, le *private equity* a un impact positif sur la croissance de l'entreprise et sur l'emploi.

Ce mode de gestion participe à une approche de développement durable à laquelle les investisseurs institutionnels sont très sensibles. En effet, les gestionnaires de fonds de *private equity* sont des actionnaires actifs, responsables et identifiables, qui participent activement à la définition de la stratégie des entreprises dans lesquelles ils investissent, siègent aux conseils d'administration et votent aux assemblées générales.

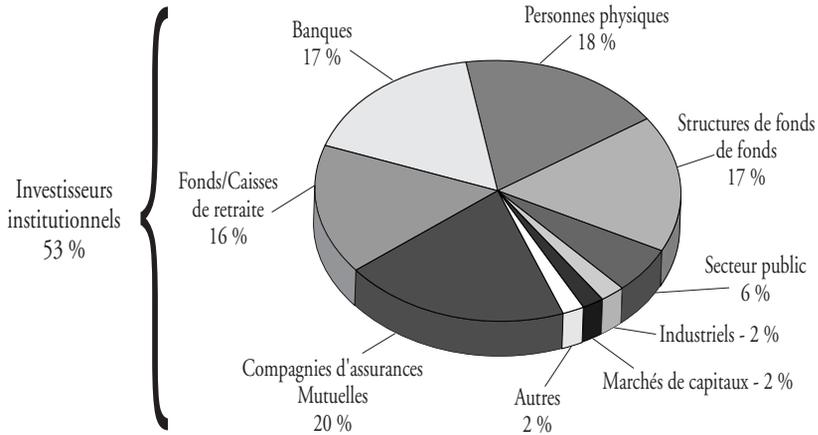
De nombreuses études, diligentées par les associations professionnelles du *private equity* en France, en Europe et aux États-Unis, ont montré que les entreprises faisant l'objet d'un investissement par un fonds de *private equity* étaient capables de se développer, de créer des emplois et d'améliorer les conditions de travail de leurs salariés, tout en générant d'excellentes performances financières pour leurs actionnaires. Ces sociétés surpassent la moyenne nationale en termes de croissance du chiffre d'affaires, de hausse des effectifs et de progression des salaires.

L'actionnaire a un véritable rôle de conseil auprès du manager et l'aide aussi bien dans ses choix stratégiques que dans la structuration optimale de son bilan. Ainsi, il lui permet de mieux gérer et d'optimiser sa dette, ses comptes fournisseurs et clients, en apportant son expertise financière dans des sociétés de taille moyenne dont les principales préoccupations concernent plus souvent la production, le commercial ou l'approvisionnement que les aspects financiers pourtant essentiels. Par leur intervention, les fonds de *private equity* permettent aux entreprises de devenir plus rentables et donc plus résistantes aux fluctuations du marché.

Le private equity attire en priorité les investisseurs institutionnels

Le *private equity*, de par ses caractéristiques, se destine en priorité aux investisseurs institutionnels qui sont généralement des sociétés d'investissement, fonds de pension, banques et sociétés d'assurance. En France, ils représentent 53 % des fonds de *private equity* levés en 2007.

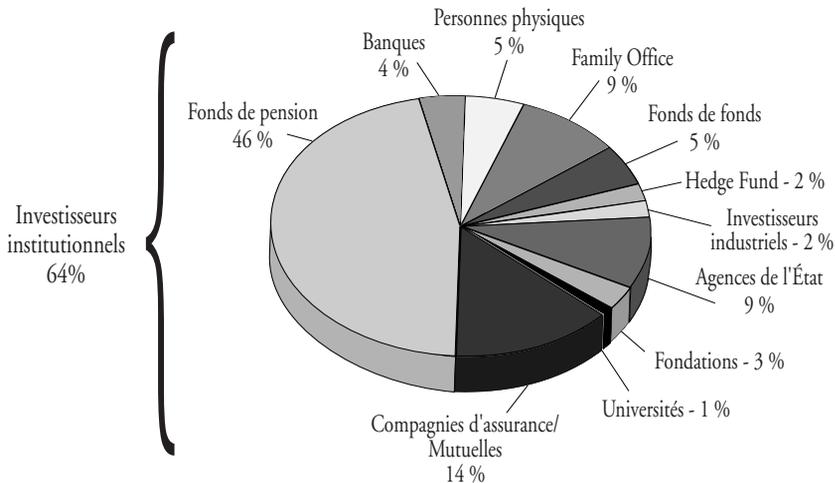
Fonds levés par type d'investisseurs 2007(*)



(*) Concerne les investisseurs français membre de l'AFIC.
Source : AFIC.

Fonds levés par type d'investisseurs 2007 - AXA Private Equity

35



(*) Concerne les investisseurs français membre de l'AFIC.
Source : AFIC.

La prédominance des investisseurs institutionnels dans le cercle des investisseurs du non-coté s'explique par la volonté des sociétés de *private equity* d'avoir un *pool* relativement limité de souscripteurs fidèles. Les fonds de *private equity* fonctionnent sur un modèle fermé, à l'inverse des fonds bancaires traditionnels de type SICAV qui sont ouverts au public.

Pour investir dans un fonds de *private equity*, un minimum de 10 millions d'euros est requis, ce montant peut aller jusqu' à plusieurs milliards de dollars pour certains fonds américains.

De plus, les gestionnaires de ces fonds choisissent avec soin les investisseurs avec lesquels ils travaillent. C'est pourquoi, les sociétés de *private equity* développent une relation durable basée sur la confiance avec les investisseurs institutionnels et privés. La plupart d'entre elles mettent en place des équipes de professionnels dédiées à la relation clients et des plates-formes de *reporting online* qui permettent le suivi des performances par les investisseurs. Grâce à cette relation privilégiée, les investisseurs institutionnels sont enclins à investir dans l'ensemble de la gamme des fonds proposés par les sociétés de *private equity* et à renouveler leur confiance à chaque nouvelle génération, ce qui est absolument primordial pour le développement à long terme du *private equity*.

Des améliorations restent nécessaires, notamment en termes de transparence. Ainsi, les sociétés de *private equity* réalisent de nombreux efforts dans ce domaine, dans un souci de toujours mieux répondre aux exigences de leurs clients.

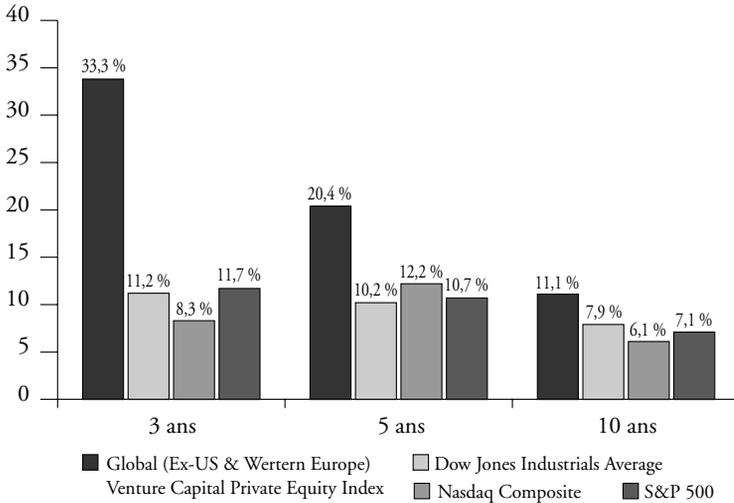
Intérêt du private equity pour les investisseurs institutionnels

La rentabilité

L'un des premiers avantages du *private equity* est de surperformer les véhicules d'investissement classiques. La rentabilité étant privilégiée par de nombreux investisseurs institutionnels, cette classe d'actifs leur permet de réaliser des taux de rendement supérieurs à ceux du marché.

En effet, d'après l'étude « Cambridge Associate LLC Global » réalisée en juin 2007, les performances du *private equity* aux États-Unis sur différentes périodes considérées sont nettement au-dessus de celles des indices boursiers. Sur un horizon de trois ans, elles s'élèvent à 33,8 % contre 8,3 % pour le Nasdaq et 11,7 % pour le S&P500 ; sur dix ans, le *private equity* réalise une performance de 11,1 % contre 6,1 % pour le Nasdaq et 7,1 % pour le S&P500.

Performance du *private equity* comparé aux indices boursiers



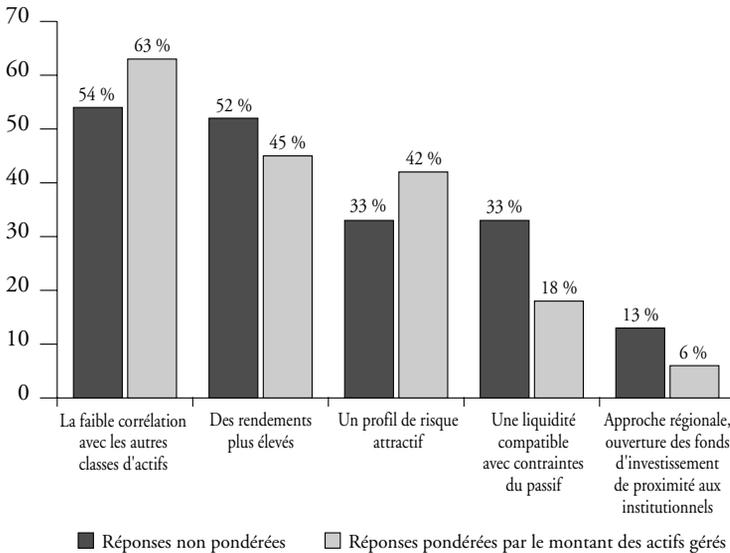
Source : Cambridge Associates LLC Global (Ex. U.S.) Index and Benchmark Statistics, June 2007.

La diversification des actifs

Par ailleurs, les investisseurs institutionnels doivent se conformer à des contraintes réglementaires de diversification de leurs actifs.

37

Principales raisons qui ont amené les investisseurs institutionnels à accroître leurs actifs en *private equity*



Source : AFIC/BIFE 2004.

Le *private equity* est faiblement corrélé aux autres classes d'actifs comme les marchés d'actions ou obligataires. De par la durée des investissements et la stabilité de l'actionnariat, il se révèle moins volatil et résiste mieux aux crises. Le *private equity* se fonde uniquement sur les réalités économiques des entreprises et ne participe pas aux mouvements spéculatifs qui créent les phénomènes de « bulles » souvent à l'origine des crises financières. Cette faible corrélation du *private equity* avec les autres classes d'actifs remplit donc l'un des objectifs recherchés par les institutionnels.

D'après le rapport de l'AFIC-BIPE réalisé en 2004, cette caractéristique est la principale raison qui amène les investisseurs institutionnels à augmenter leurs encours en *private equity*.

Le rôle des fonds de private equity par rapport aux investisseurs institutionnels

Les fonds de *private equity* servent d'intermédiaires entre les PME et les investisseurs institutionnels. En effet, ces derniers ne disposent pas du temps et des compétences spécifiques nécessaires pour mener à bien les activités de « due diligence » indispensables au processus de sélection des entreprises dans lesquelles ils souhaiteraient investir. Par ailleurs, ils ne disposent pas non plus du temps et des compétences nécessaires au suivi, au développement et à l'accompagnement de ces sociétés. Les risques importants, les asymétries d'information et les coûts d'agence associés à ce type d'investissements, de petite taille, peu liquides, et dans des firmes souvent situées dans des secteurs de haute technologie justifient l'existence de fonds de *private equity*.

La coopération entre les équipes d'investissement et les sociétés qu'elles financent permet d'accélérer le développement de la société et un accroissement rapide de la valeur pour l'actionnaire. Le *private equity* constitue un métier spécifique, différent du métier d'investisseur institutionnel qui gère un portefeuille d'investissements et ne peut pas s'investir dans la stratégie des petites entreprises. Le rôle d'intermédiaire joué par les fonds de *private equity* est donc primordial et permet aux investisseurs institutionnels de remplir leurs objectifs.

PRIVATE EQUITY : ENCORE UNE PART MINIME DES ENCOURS DES INVESTISSEURS INSTITUTIONNELS

Freins à l'investissement des investisseurs institutionnels dans le private equity

Le non-coté représente moins de 1 % des encours gérés par les investisseurs institutionnels français.

Cette faible proportion du *private equity* chez les investisseurs institutionnels s'explique par plusieurs facteurs.

Tout d'abord, les investisseurs institutionnels sont soumis à des contraintes réglementaires, fiscales et comptables qui les incitent à privilégier les emprunts d'État de la zone euro au détriment du *private equity*. En effet, la règle relative aux fonds propres réglementaires oblige les établissements bancaires et les sociétés d'épargne à détenir un montant de fonds propres proportionnel aux risques de leurs actifs. Le *private equity* étant considéré comme risqué, une part importante de fonds propres doit être mobilisée, ce qui constitue un élément dissuasif pour les établissements bancaires.

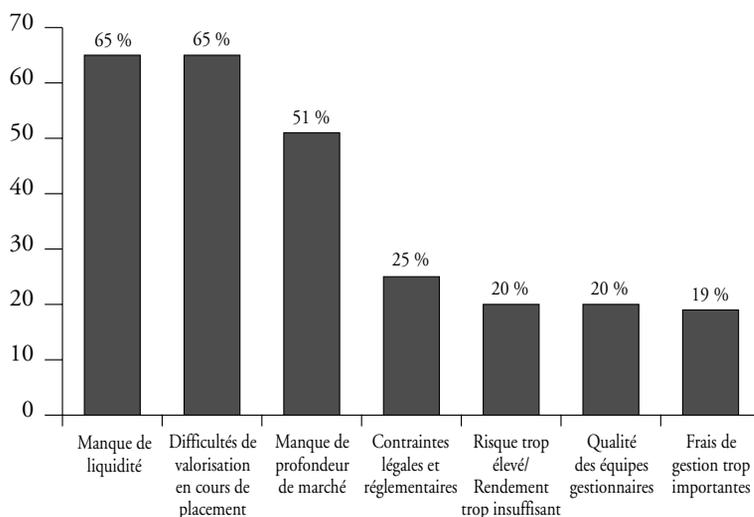
Par ailleurs, à la suite de la crise financière des années 2000, les compagnies d'assurance et les mutuelles ont accru leur exigence de transparence, de liquidité et de maîtrise des risques au travers de ratios de solvabilité, de réassurance et d'exigibilité.

Le *private equity* étant une classe d'actifs peu liquide puisque les montants engagés sont immobilisés pendant la durée de vie du fonds (8-10 ans), les investisseurs institutionnels sont moins enclins à augmenter leur allocation en *private equity*.

En effet, d'après une enquête réalisée par l'AFIC en 2004, ce manque de liquidité constitue, pour 65 % des investisseurs institutionnels interrogés, le premier frein au placement dans le non-coté.

39

Les principaux obstacles à un accroissement de la part du *private equity* dans les portefeuilles des investisseurs institutionnels (résultats pondérés)



Source : AFIC/BIPE 2004.

Le *private equity* exige également une certaine confidentialité pour mener à bien ses investissements, ce qui induit une transparence plus faible en ce qui concerne notamment la valorisation des entreprises et l'ampleur de l'effet de levier.

À cette exigence de confidentialité se rajoute le risque de « *pooling* des investissements » inhérent au *private equity*. En effet, l'investisseur institutionnel investit dans un fonds sur la base d'une stratégie d'investissement définie par le gestionnaire et ne connaît pas au préalable l'identité des sociétés en portefeuille. En investissant dans un fonds de *private equity*, l'investisseur perd le contrôle de l'affectation des sommes qu'il engage. Le risque réside dans la difficulté de choisir entre les sociétés de gestion de *private equity* qui sont difficilement comparables du fait de la confidentialité de leurs méthodes.

Ce manque de transparence, qui suppose une confiance accrue dans les gérants des fonds, dissuade certains investisseurs d'augmenter leurs encours dans le non-coté.

Enfin, l'exposition des fonds de *private equity* à la « courbe en J », constitue un frein important au développement de cette classe d'actifs au sein des institutions financières.

40

Cette « courbe en J » ou « J-Curve » résume l'évolution d'un placement dans le temps en se basant sur les flux de fonds annuels. Durant les premières années ces derniers sont négatifs. En effet, la partie initiale de la « J-Curve » correspond aux appels de fonds successifs aux investisseurs pour permettre la constitution du portefeuille de participations et subit le poids des frais de gestion des portefeuilles. Ce n'est généralement qu'à partir de la quatrième année, lorsque des sorties en portefeuilles sont réalisées et que des distributions aux investisseurs sont effectuées, que les flux financiers s'inversent.

Ainsi, la vraie performance du *private equity* n'est connue qu'*in fine* lors de la sortie des portefeuilles des investissements réalisés.

Contexte actuel : contraintes supplémentaires

La crise financière

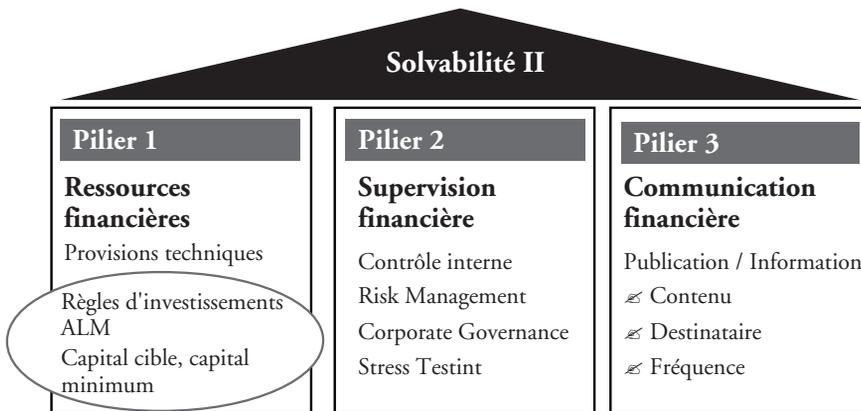
La crise qui sévit depuis la mi-2007 a entraîné une chute très forte des marchés financiers mondiaux. Le manque de liquidité, la perte de confiance entre les banques ont aggravé la crise, et les normes comptables en vigueur dites de « *mark to market* » ont eu un effet accélérateur négatif. La crainte d'une récession mondiale a fait chuter en Bourse l'ensemble des secteurs d'activité.

Les incertitudes sur la durée de cette crise constituent un risque pour

le *private equity*. En effet, nombreux sont les investisseurs institutionnels qui dans ce contexte préfèrent réduire ou maintenir au même niveau leur allocation dans cette classe d'actifs.

Les contraintes réglementaires

La directive Solvabilité II a pour but de moderniser et d'harmoniser les règles de solvabilité applicables aux compagnies d'assurances afin de renforcer la protection des assurés, d'inciter les entreprises à améliorer leur gestion des risques et d'assurer une application harmonisée entre les pays européens, à l'aide d'une approche fondée sur l'appréciation du risque et recourant aussi bien à des éléments quantitatifs que qualitatifs.



Source : PricewaterhouseCoopers.

La modification des exigences en termes de capital devrait engendrer trois types d'impacts sur le capital-investissement :

- une accélération de la concentration du secteur ;
- une tarification plus explicite des garanties intégrées aux produits ;
- une évolution, sans doute, significative de la gestion et de la typologie des actifs, fonction de l'exigence en capital qui découle elle-même de l'analyse des paramètres risque, volatilité, liquidité.

Ainsi, en première approche, les placements en titres cotés et non-cotés pourraient s'en trouver affectés sauf à faire valoir et à prendre en compte une performance plus importante et une volatilité moindre sur ces classes d'actifs.

Les normes Bâle II (le nouvel accord de Bâle) constituent un dispositif prudentiel destiné à mieux appréhender les risques bancaires et principalement le risque de crédit ou de contrepartie et les exigences en fonds propres. Elles s'appuient sur trois piliers :

- exigence minimale de fonds propres ;
- processus de surveillance prudentielle ;
- recours à la discipline de marché.

Ces contraintes réglementaires ont un impact immédiat sur la part allouée par les investisseurs au *private equity*.

Les normes Bâle II obligent les banques à détenir des niveaux de fonds propres proportionnels aux risques de leurs crédits et placements. Le *private equity* étant une classe d'actifs plus risquée que des produits financiers plus traditionnels comme les actions ou les obligations, ces normes imposent des ratios de capitaux propres plus importants pour couvrir ce type d'actifs. Ainsi, pour un même montant d'investissement, les établissements bancaires doivent donc détenir des fonds propres plus importants lorsqu'ils investissent dans le *private equity*. Cela agit donc naturellement comme un frein à leurs investissements dans le secteur et vient limiter la quantité de fonds allouables à cette classe d'actifs. Les banques doivent donc arbitrer entre la diversification et les performances supérieures apportées par le *private equity* et leurs obligations prudentielles accrues en raison du risque plus élevé que présente cette classe d'actifs.

L'émergence de nouveaux investisseurs institutionnels

42

La profonde crise financière mondiale, qui s'est déclarée à l'été 2007 et dont l'ampleur n'est toujours pas déterminée, a propulsé au-devant de la scène économique et géopolitique internationale, les fonds souverains, qui n'étaient jusque-là que peu connus du grand public, bien qu'existant depuis plusieurs décennies.

Ces fonds dont la nature exacte, les missions et la taille varient fortement, gèrent généralement les surplus budgétaires et les richesses issues de l'exploitation pétrolière de divers pays, notamment de Chine, de Singapour, des pays du Golfe persique, de Russie ou de Norvège. Les montants exacts qu'ils ont sous gestion ne sont que rarement publics mais on peut estimer qu'ils gèrent plus de 3 000 milliards de dollars en excluant les réserves de change.

Certains fonds comme le Government Pension Fund de Norvège sont gérés selon des règles très strictes de transparence et de *corporate governance*, d'investissement socialement responsable également. Certains fonds comme GIC de Singapour sont moins transparents mais ont une gouvernance très stricte. Les fonds gérés par les monarchies du Golfe persique, la Chine, ou d'autres ont des fonctionnements moins clairs qui ont tendance à inquiéter certains gouvernements occidentaux qui voient dans leurs interventions capitalistiques des intrusions non souhaitées.

Pourtant, une étude récente du consultant Monitor Group semble

montrer que l'objectif de ces investissements est purement économique. Le consultant, qui a étudié 1 100 transactions réalisées entre 1975 et 2008 pour un montant total de 250 milliards de dollars, note que « *le débat public s'étend longuement sur des spéculations, peu sur les faits* ».

Par ailleurs, les fonds souverains sont vus de plus en plus comme des piliers du développement des pays du Sud. En effet, ils diversifient leurs investissements et investissent de plus en plus dans des sociétés de leur pays d'origine et de pays émergents. Ainsi Temasek (Singapour) possède un portefeuille de 160 milliards de dollars où figurent les Indiens ICICI Bank, Tata Sky, Tata Services et Mahindra and Mahindra. China Investment Corporation doit également investir 200 milliards de dollars dans la région Asie-Pacifique³. Ces diversifications d'actifs représentent des opportunités importantes pour les acteurs du *private equity* en quête de diversification géographique dans les pays émergents.

Fonds souverains Mai 2008

Pays	Fonds	Actifs (Md\$)	Date de création
Émirats Arabes Unis	ADIA	875	1976
Norvège	Government Pension Fund - Global	380	1996
Singapour	GIC	330	1981
Arabie Saoudite	Saudi Arabian Funds of various types	300	na
Koweït	Kuwait Investment Authority	250	1953
Chine	China Investment Corporation	200	2007
Singapour	Temasek Holdings	159	1974
Libye	Oil Reserve Fund	50	2005
Qatar	Qatar Investment Authority	50	2005
Algérie	Fond de Régularisation des Recettes	43	2000
États-Unis (Alaska)	Permanent Fund Corporation	38	1976
Brunei	Brunei Investment Agency	30	1983
Autres		171	
Total		2876	
<i>dont issus de ressources pétrolières et gazières</i>		<i>2103</i>	

Source : Morgan Stanley.

Les milieux économiques et financiers sont eux au contraire demandeurs de l'apport de capitaux de ces fonds qui sont les seuls aujourd'hui à pouvoir en quelques semaines prendre la décision de renflouer des géants bancaires comme Citigroup ou UBS. Ils ont ainsi joué un rôle

précieux pour éviter que la crise de liquidité ne frappe encore plus largement et sévèrement les économies des pays industrialisés.

L'effet conjugué de la crise financière, des nouvelles réglementations et de la hausse du prix des matières premières, contribue à modifier en profondeur le poids des divers investisseurs institutionnels. Ainsi, on assiste à un retrait relatif des banques et compagnies d'assurance au profit des fonds souverains. Les fonds de *private equity* qui ont depuis plusieurs années travaillé avec ces derniers, sont bien placés aujourd'hui pour capter les capitaux importants de ces acteurs qui connaissent une forte montée en puissance.

NOTES

1. Alternatives économiques, hors-série n° 75, 12-2007.
2. AFIC, Les investisseurs institutionnels face au capital-investissement, 11-2004.
3. *Le Monde de l'économie*, « Les fonds souverains sont (aussi) des acteurs du développement », 3 juin 2008.

BIBLIOGRAPHIE

- AFIC-BIPE (2004), « Les investisseurs institutionnels face au capital-investissement ».
- CAMBRIDGE ASSOCIATES LLC (2007), « Global (Ex. U.S.) index and benchmark statistics ».
- L'AGEFI, « Les investisseurs institutionnels satisfaits du private equity », 12 novembre 2004.
- LE MONDE ÉCONOMIE, « Les fonds souverains sont (aussi) des acteurs de développement », 3 juin 2008.
- OFGRI - Observatoire français de la gestion des réserves des investisseurs institutionnels (2003), *Enquête annuelle sur la gestion financière des réserves des investisseurs institutionnels*.
- PRICEWATERHOUSECOOPERS (2007), « Solvabilité II », *Flash* 12 octobre 2007.