

# LES « SEPT PÉCHÉS CAPITAUX » DU *PRIVATE EQUITY* EN PÉRIODE DE BULLE

DOMINIQUE NOUVELLET \*

**I**l y a un an, je faisais paraître dans un magazine publié par l'EVCA, l'association européenne du *private equity*, un article intitulé « Les acteurs du *private equity* doivent résister à commettre “sept péchés capitaux” en période de bulle », qui me valut de fortes critiques de la part de mes collègues.

Comment pouvait-on oser parler de bulle, alors que le marché était en pleine maturité et qu'il n'y avait pas de déséquilibre entre l'offre et la demande sur ce marché quasiment parfait ? Comment l'un des fondateurs de ce métier, il y a 30 ans, pouvait-il faire douter du professionnalisme, voire de l'éthique de certains acteurs, au moment où il fallait faire bloc contre les critiques qui commençaient à se manifester de la part des politiques et de certains syndicats ?

Un an après, alors que la crise financière a mis en évidence les déséquilibres financiers de la planète et qu'un processus drastique de réajustement est entamé qui pèsera sur les prix des actifs et conduira à « deleverager » les investissements réalisés avec un endettement excessif, il est bon de revenir sur ces sept péchés capitaux... et de rappeler pour quelles raisons le métier du *private equity* a, malgré tout, un bel avenir au service des entreprises, de leurs actionnaires directs et indirects et de leurs salariés !

Ces sept péchés capitaux reposent avant tout sur l'analyse qu'en période de surchauffe, c'est-à-dire de forte augmentation des prix des actifs, les professionnels se mettent à oublier bien souvent que

---

\* Président du groupe Siparex, ancien vice-président cofondateur de l'AFIC.

l'économie est cyclique alors que la surchauffe est à la fois annonciatrice à plus ou moins brève échéance d'un retournement de cycle et source de dérives professionnelles.

Énumérons et commentons les péchés signalés à l'époque :

*LEVER TROP DE CAPITAUX PAR RAPPORT  
AU « DEAL FLOW » DONT ON DISPOSE*

On remarquera que le formidable accroissement des liquidités mondiales de ces dernières années, a entraîné une baisse des rendements des placements sans risque qui a conduit à un transfert massif de capitaux vers les « placements alternatifs », c'est-à-dire des placements à risques normalement beaucoup plus rémunérateurs.

De nombreux gestionnaires du *private equity* ont donc été tentés de drainer ces capitaux, générateurs de commissions de gestion appréciables, sans nécessairement se préoccuper de savoir si le marché des entreprises pourrait les absorber.

*CONCLURE DES OPÉRATIONS SANS  
SÉLECTIVITÉ SUFFISANTE ET À DES PRIX EXCESSIFS*

62

Même si dans nos métiers, l'offre de capitaux contribue à créer la demande, les entreprises sont en nombre nécessairement limité. Elles ne naissent pas et ne se développent pas sous l'effet d'un coup de baguette magique.

La course à l'investissement qui a caractérisé les années récentes a indubitablement conduit à une augmentation du prix des affaires et, dans certains cas, à une sélectivité insuffisante.

*CORRIGER LES ÉVALUATIONS EXCESSIVES  
PAR UN ENDETTEMENT TROP IMPORTANT*

Il est vrai que le niveau historiquement peu élevé des taux d'intérêt incitait et incite encore à recourir à l'effet de levier. Cette pratique n'est pas en soi malsaine et est même à la base des LBO qui permettent de réaliser des transmissions d'entreprises sans lesquelles beaucoup d'affaires disparaîtraient.

Mais certains banquiers d'investissement et gestionnaires de fonds, sur la base de modèles purement théoriques, ont cherché à corriger des prix d'acquisition souvent excessifs grâce à des surendettements censés, par l'effet de levier, et en limiter les effets néfastes sur les rendements attendus.

Le fondamental a été parfois oublié, c'est-à-dire l'entreprise sous jacente, devenue selon le mot aberrant d'un dirigeant de Carlyle, une « commodity »...

*PARIER SUR DES CESSIONS D'ACTIFS POUR FAIRE FACE  
À L'ENDETTEMENT EN OUBLIANT L'INTÉRÊT  
DE L'ENTREPRISE*

L'investisseur, dans une société cotée ou non cotée, doit maximiser son profit en contrepartie de son risque d'actionnaire. Le *private equity* a généralement le mérite d'inciter à plus de productivité, notamment en focalisant l'entreprise sur son *core business*, aux dépens d'activités annexes peu rentables.

Mais l'actionnaire devient vite un *raider* s'il incite à céder des actifs essentiels pour maximiser son profit à court terme : cette tentation existe lorsque l'entreprise est surendettée. Un investisseur en capital, conscient de ses responsabilités et de son intérêt à long terme, refusera au contraire le surendettement de sa participation et laissera à celle-ci une capacité d'endettement suffisante pour son développement et l'accroissement de ses actifs, créateurs de valeur.

Les Anglo-Saxons ne distinguent pas l'intérêt de l'entreprise de celui de ses actionnaires. Notre tradition juridique française a justement mis en évidence la notion d'intérêt social de l'entreprise que doivent respecter ses dirigeants et ses actionnaires. Mais la doctrine juridique est peu disert sur ce point qui correspond à un fondement essentiel de notre droit.

63

*RACHETER SUR LE MARCHÉ SECONDAIRE  
DES LBO PRIMAIRES OU DES PARTS DE FONDS,  
SANS SUFFISAMMENT DE DISCERNEMENT*

Ma crainte à l'époque était que les gérants de fonds cherchent en cas de difficulté à se transmettre le « *mistigri* ».

Le professionnalisme des gérants a permis d'éviter cette dérive. Une autre est apparue avec la montée souvent non justifiée des prix à l'occasion des multiples transmissions secondaires conduisant à des changements très rapides d'actionnariat. Les salariés ont été souvent éberlués devant ces mutations incessantes de propriétaires et devant les profits dégagés lors de chacune des opérations, sans lien évident avec la création de valeur réalisée au cours de périodes parfois très courtes.

Cela étant, il existe désormais un vrai marché secondaire du *private equity*, très sain pour l'ensemble des acteurs, car il y a toujours sur un marché des vendeurs et des acheteurs, ne serait-ce que parce que les fonds n'ont pas tous le même « *timing* » et donc la même maturité. Les règles de l'AMF et les règles professionnelles encadrent correctement ce marché, qui fait parfois l'objet de critiques totalement injustifiées.

*OUBLIER LES SALARIÉS DANS LE PARTAGE DES PROFITS  
AU BÉNÉFICE DES SEULS MANAGERS CLÉS,  
EN ATTRIBUANT À CEUX-CI DES POSSIBILITÉS  
DE PROFIT EXCESSIVES*

Contrairement à ce que pensent beaucoup de politiques et une partie de l'opinion, les « management packages » dont bénéficient les dirigeants clés des entreprises sont loin d'être intrinsèquement pervers. Ils reposent sur l'idée d'alignement des intérêts entre actionnaires et dirigeants des entreprises, qui, sinon, seraient source de différends voire de conflits, pénalisant pour les relations dirigeants/actionnaires et source de fragilité pour l'entreprise. Dans nos pays latins, les excès auxquels certains de ces accords ont conduit choquent beaucoup plus que dans les pays anglo-saxons. Il convient donc d'en tenir compte.

Associer tous les salariés à ces « packages » est une idée généreuse mais n'a rien à voir avec leur fondement qui repose sur cette idée d'alignement d'intérêts entre les différents responsables de l'avenir de l'entreprise que sont les dirigeants et les principaux actionnaires.

En sens inverse, voir des cadres dirigeants s'enrichir de façon « excessive » et rapide choque notre éthique et peut altérer dans nos pays le consensus social, d'abord au sein de l'entreprise mais aussi au sein d'un pays, où le souci de l'égalité l'emporte sur celui de la liberté, la fraternité étant une valeur que nous réservons aux périodes de guerre !

C'est pourquoi je suis pleinement d'accord avec la proposition de ma consœur Dominique Senequier de prévoir un quota minimum de plus-value à réserver à l'ensemble des salariés en cas d'opération sur leur entreprise.

*FAIRE AVEC LES FONDS QUI NOUS SONT CONFIÉS  
D'AUTRES INVESTISSEMENTS QUE DU PRIVATE EQUITY*

Dans ce domaine, quitte à apparaître ultra-orthodoxe, il faut être clair : notre classe d'actifs est particulière et justifie des allocations spécifiques de la part de souscripteurs de plus en plus professionnels.

Notre métier est celui de la société non cotée, le plus souvent une PME avec des problématiques de croissance et de management, ainsi que des fragilités dont la maîtrise constitue le cœur de notre métier.

Entendre certains collègues vouloir se diversifier dans les sociétés cotées, les infrastructures, le rachat de dettes, etc. démontre l'excès de capitaux qu'ils ont levés et leurs difficultés à les investir.

L'économie moderne est de plus en plus segmentée avec des professionnalismes exigeants fondés sur des savoir-faire qui s'acquièrent avec le temps et l'expérience. Les investisseurs auraient tort d'accepter ces dérives qui nuiront à la rentabilité de leurs investissements, sauf à

admettre que les sociétés de gestion deviennent des conglomérats financiers coiffant des équipes multiples. Mais dans ce cas, invitons-les à méditer, à travers l'histoire financière, sur les nombreux échecs de ces conglomérats, qu'ils soient financiers ou industriels...

Notre métier a un bel avenir car il est essentiel dans un monde « global » où les risques se sont accrus mais où les opportunités existent pour les vrais entrepreneurs, à condition qu'ils soient épaulés par de vrais entrepreneurs financiers gérant des capitaux à risque.

Contrairement à une idée reçue, le *private equity* n'est pas né aux États-Unis au moment de l'après-guerre avec le *venture capital*. À chaque période de rupture où les risques s'accroissaient et les opportunités étaient à saisir, les vrais entrepreneurs se dotaient de capitaux à risques et partageaient avec leurs bailleurs les risques et les profits de l'entreprise.

Sous la Renaissance, le « prêt à la grande aventure » obéissait aux mêmes règles que le *private equity* moderne : société à durée limitée (le temps d'une expédition), répartition du profit entre le navigateur et ses financiers qui géraient leurs fonds depuis Florence, Gênes, Lyon, Nantes et les villes hanséatiques, pour ne citer que quelques places commerciales et financières de l'époque.

La Révolution industrielle a fonctionné sur le même modèle avec des investisseurs individuels qui ont souvent fait fortune en contrepartie des risques souvent considérables qu'ils acceptaient de prendre.

Notre époque est entrée dans une période sans doute longue d'instabilité économique forte avec les phénomènes de globalisation et de ruptures technologiques en chaîne qui obéissent à un véritable processus cumulatif.

Tous les segments du *private equity* devraient en profiter :

- le *capital-développement* pourrait être le grand gagnant de la prochaine décennie : beaucoup de PME dynamiques ont besoin de vrais fonds propres et d'actionnaires entrepreneurs pour accompagner leurs dirigeants dans leur internationalisation, en leur évitant le surendettement qui fragilise les entreprises en période instable. Ce sont parmi ces entreprises que devraient émerger les champions de demain, dont notre vieille Europe a besoin. Elles n'ont pas besoin d'aides fiscalement coûteuses mais de vrais fonds propres et de vrais actionnaires aussi entrepreneurs que leurs dirigeants. Elles ont surtout besoin de ne pas être bridées par notre culture étatiste et jacobine, avec ses excès de prélèvements et de règles qui inhibent les initiatives.

Ce constat est valable chez nous, il l'est aussi dans les pays émergents : le récent Forum Euromed Capital, tenu à Tunis en avril 2008 auquel participaient des représentants de 28 pays riverains de la

Méditerranée, a montré que le capital développement constituait un facteur essentiel de consolidation et de modernisation des PME de ces pays, dont le rôle est indispensable pour la création d'emplois, l'équilibre social et politique.

- Le *capital-transmission* est vital si l'on veut éviter que les PME dont les dirigeants appartiennent à la génération du papy-boom se vendent à l'étranger ou déposent leur bilan faute de repreneur : un cadre ou un héritier ne peut plus, seul, reprendre une PME compte tenu de l'augmentation de leur prix et de la faiblesse des moyens financiers qu'ils peuvent mobiliser, sans l'aide d'une opération de LBO montée avec un capital investisseur de confiance. On est loin dans ce domaine des LBO spéculatifs montés sur de grosses entreprises. Le LBO n'est pas à condamner à la suite de certains excès médiatisés : c'est un instrument indispensable à la transmission de nos PME et l'AFIC a raison de le rappeler.

- Le *capital-investissement de proximité* est à promouvoir pour développer un tissu de PME et de TPE non technologiques créatrices d'emplois : mais ce n'est pas une bonne idée de vouloir y focaliser l'épargne de proximité car dans ce domaine, les risques sont grands, liés à la fragilité des projets et il ne faut pas, en cas d'échec, accentuer le divorce des Français avec le « capitalisme ». Il faut favoriser les vrais professionnels aux compétences reconnues et éviter de s'en remettre aux seules bonnes volontés sans expérience solide. Les réseaux Entreprendre, créés par la famille Mulliez, avec leur système de parrainage, constituent un modèle du genre.

- Le *venture capital* est indispensable pour développer la haute technologie française : un pays sans « découvreurs » et sans entrepreneurs professionnels dans ces métiers innovants capables de gérer les enjeux de fabrication et de commercialisation notamment à l'international, liés à la mise sur le marché de technologies nouvelles, est condamné à voir émigrer ses « découvreurs » les plus talentueux et leurs technologies rachetées par des entrepreneurs non européens. Plutôt que de susciter de nouvelles équipes qui devront affronter une courbe d'apprentissage qui est au minimum de 10 à 20 ans, il faut favoriser la dizaine d'équipes existantes qui peinent à lever des capitaux. Ceci me paraît être l'une des vocations de France Investissement, une initiative au demeurant pleinement réussie.

En devenant une véritable idéologie, au lieu de rester empreinte de pragmatisme, l'économie de marché débridée et souvent sans éthique a montré ses limites.

La crise financière actuelle coûtera cher non seulement aux financiers

mais hélas à l'économie réelle et donc à l'ensemble de la population. Il faut espérer que le *private equity* n'en soit pas trop affecté car il est indispensable au développement économique.

En tout cas, les réactions saines quoique tardives des professionnels de cette activité sont agréables à voir et devraient permettre le rebond. Comme le disait récemment François Michelin, « l'argent doit être un serviteur et non régner en maître. L'argent pour l'argent est une catastrophe pour l'entreprise ».

La « vieille Europe » doit rappeler cette éthique qui est au cœur de son système de valeurs, et se protéger de ceux qui ne la respectent pas, mais sans excès de lois et de règlements qui tuent l'esprit d'entreprise.

