

139/140

REVUE D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

REVUE TRIMESTRIELLE
DE L'ASSOCIATION D'ÉCONOMIE
FINANCIÈRE, N° 139/140
3^e et 4^e TRIMESTRES 2020

NUMÉRO
SPÉCIAL

L'ÉCONOMIE, LA FINANCE
ET L'ASSURANCE
APRÈS LA COVID-19

Risques
Les cahiers de l'assurance

ASSOCIATION D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

Association régie par la loi du 1^{er} juillet 1901, déclarée le 11 mai 1987 (J.O. du 3 juin 1987)

Siège social : 56, rue de Lille, 75007 Paris.

MEMBRES

Membres : Agence française de développement, Association française de la gestion financière, Amundi, Autorité des marchés financiers, Autorité des normes comptables, Autorité marocaine du marché des capitaux, Axa, Banque de France, Banque Delubac & Cie, Banque européenne d'investissement, Barclays, BlackRock, BNP Paribas, Bouygues, Bredin Prat, Candriam, Citi, CNP Assurances, Covea, Crédit Agricole, Crédit Mutuel, Deutsche bank, Direction générale du Trésor, Fédération bancaire française, Goldman Sachs Paris Inc. & Cie, Groupe Caisse des Dépôts, HSBC, Idinvest, Kepler Corporate Finance, La Banque Postale, Lazard Frères, Morgan Stanley, Natixis, Paris Europlace, Scor, Société Générale, UniCredit.

CONSEIL D'ADMINISTRATION

Président : Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Membres de droit : Autorité des marchés financiers, Banque de France,
Direction générale du Trésor, Groupe Caisse des Dépôts.

Membres administrateurs : Amundi, Association française de la gestion financière, Axa, Bouygues, Bredin Prat, Covea, Fédération bancaire française, HSBC, La Banque Postale, Morgan Stanley.

Délégué général de l'Association : Sylvain de Forges

Trésorier de l'Association : Olivier Bailly

CONSEIL D'ORIENTATION

Présidents d'honneur

Jean-Claude Trichet, Christian Noyer

Président : François Villeroy de Galhau, *Gouverneur, Banque de France*

Jean-Pascal Beaufret, *Managing director, Goldman Sachs Paris*

Afif Chelbi, *Président honoraire, Conseil d'analyses économiques tunisien*

Benoît Cœuré, *Member of the Executive Board, Banque centrale européenne*

Ambroise Fayolle, *Vice-Président, Banque européenne d'investissement*

Bernard Gainnier, *Président, PwC France*

Antoine Gosset-Grainville, *Avocat à la Cour, BDGS Associés*

Olivier Guersent, *Directeur général, COMP-UE*

Nezha Hayat, *Présidente, Autorité marocaine du marché des capitaux*

Hans-Helmut Kotz, *CFS, Université Goethe, Francfort*

Eric Lombard, *Directeur général, Groupe Caisse des Dépôts*

Pascal Grangé, *Directeur financier, Bouygues*

Robert Ophèle, *Président, Autorité des marchés financiers*

Alain Papiasse, *Chairman CIB, BNP Paribas*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique REF ; Professeur émérite, Paris 8*

Patricia Plas, *Directrice des Affaires publiques et des Relations institutionnelles, Axa*

Emmanuel Moulin, *Directeur général, Direction générale du Trésor*

Rémy Rioux, *Directeur général, Agence française de développement*

Patrick Soulard, *Directeur général, Unicredit*

Augustin de Romanet, *Président, Paris Europlace*

Jean-Luc Tavernier, *Directeur général, Insee*

Didier Valet, *Vice-Président Industrie, Institut Louis Bachelier*

Claire Waysand, *Directrice générale adjointe, Engie*

Les membres du Conseil d'administration sont invités à participer au Conseil d'orientation.

LE PRIVATE EQUITY FACE À LA CRISE DE LA COVID-19

Monique Cohen

Directeur associé, Apax Partners

■ Le *private equity* ou capital-risque est aujourd'hui une classe d'actifs mieux connue des investisseurs : banques privées, sociétés d'assurance, fonds de pension. Cet article se propose de détailler les risques liés à cette classe d'actifs, notamment pendant la pandémie de Covid-19.

■ PRIVATE EQUITY AND COVID-19 CRISIS

Private equity or venture capital is now a better known asset class for investors: private banks, insurance companies, pension funds. This article aims to detail the risks associated with this asset class, particularly during the Covid-19 pandemic.

Dans un environnement de taux durablement bas, le *private equity* est une classe d'actifs recherchée pour le niveau de rentabilité qu'elle propose. Les fonds de pension américains ou canadiens les plus importants ont porté à 25 % leur allocation dans le *private equity*. Les risques inhérents à cette classe d'actifs sont différents de ceux constatés sur les marchés cotés. Ils sont plus difficiles à comprendre et sont surtout difficiles à suivre et à mesurer à partir des modèles de risques habituels.

L'épisode mondial de la Covid-19 qui marquera l'année 2020 exacerbe certains risques spécifiques et en suscite d'autres. Le *private equity* décrit l'accompagnement, par des investisseurs financiers, au travers d'un véhicule adapté, d'une entreprise à tous les stades de son développement. Les risques que nous allons décrire s'appliquent aux fonds dits « *venture* » comme aux fonds à effet de levier (*leveraged buy-out funds* – LBO *funds*).

Les principaux risques rappelés dans tous les documents de présentation des fonds sont : le risque de « *funding* », le risque de liquidité, le risque de perte

de capital, le risque de marché et le risque lié aux méthodes de valorisation des sociétés en portefeuille.

Les risques

■ Le risque de *funding*

Les investisseurs (*limited partnerships* – LP) sélectionnent les gérants pour leur savoir-faire dans l'accompagnement d'entreprises non cotées sur une durée de cinq ans. Un fonds, généralement une structure de type LP, est créé sur une durée de dix ans sans possibilité de sortie pour les investisseurs qui se sont engagés. Le montant total du fonds n'est pas appelé à son lancement de manière à ne pas peser sur la rentabilité effective du fonds. Il est appelé au fur et à mesure des investissements. Si l'investisseur ne peut pas honorer l'un de ces appels de fonds, il est en défaut et peut risquer de perdre la totalité des montants déjà investis dans le véhicule. Les mécanismes effectifs d'appels de fonds et les pénalités afférentes aux défauts sont toujours décrits en détail car le gérant du fonds doit pouvoir disposer des fonds

promis dès lors qu'il souhaite réaliser une opération. Ce risque de défaut (*funding risk*) est spécifique à la classe d'actifs.

■ Le risque de liquidité

Contrairement aux marchés cotés, les parts de fonds de *private equity* ne font généralement pas l'objet de cotation. Sur les dix dernières années, plusieurs grands opérateurs de *private equity* américains ont mis en Bourse leurs sociétés de gestion. La cotation effective d'un fonds est une exception. C'est le cas de 3I au Royaume-Uni, ou encore de Altamir ou de l'Institut de développement industriel (IDI) en France, par exemple. Les mesures habituelles de risque sur les marchés cotés (*value at risk*, volatilité) ne peuvent s'appliquer ; une valorisation du portefeuille est fournie à chaque trimestre par le gérant, mais cette valorisation (*net asset value* – NAV) ne donne pas toujours lieu à des mouvements effectifs. L'investisseur à la recherche d'une liquidité devra souvent consentir à une décote importante sur la NAV sur le marché secondaire, lorsqu'un tel marché existe. Très souvent également les échanges de parts de fonds sont soumis à des préemptions, ce qui vient compliquer encore la recherche de liquidité.

■ Le risque de perte en capital

Le troisième risque, celui que tous doivent garder en tête, est le risque de perte en capital. Aucun gestionnaire de fonds de *private equity* ne peut prémunir l'investisseur de ce risque lié aux aléas des marchés sur lesquels les sociétés en portefeuille opèrent. Aucune garantie ne peut être donnée sur leur rentabilité future. Les investisseurs privés qui s'intéressent au capital-risque aujourd'hui, car ils sont à la recherche d'un meilleur rendement, doivent être conscients qu'ils peuvent perdre tout ou partie de leur placement.

■ Le risque de marché

Le risque de marché pèse sur le *private equity* comme sur les marchés cotés car il traduit l'ensemble

des mouvements macroéconomiques qui peuvent affecter le développement des sociétés en portefeuille : retournement des secteurs d'activité, récession dans la zone géographique, évolution défavorable du change et des taux.

■ Le risque de valorisation des sociétés en portefeuille

Le dernier risque est lié à l'estimation de la valorisation des sociétés en portefeuille. Cette valorisation est transmise aux investisseurs tous les trimestres. Les investissements font l'objet d'évaluation conformément aux règles prévues par l'IPEV (*International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*). Ces valorisations sont revues deux fois dans l'année par les commissaires aux comptes qui se penchent non seulement sur les méthodes adoptées, mais également sur les transactions comparables récentes. La notion de « *fair market value* » s'est imposée sur les dix dernières années. Elle n'était pas du tout en vigueur aux Etats-Unis en particulier avant 2008.

Ce risque est très important à prendre en compte car une valorisation trop prudente ne permet pas une bonne compréhension des enjeux du portefeuille. Une valorisation trop agressive peut, par exemple, faciliter la levée de fonds suivant, mais elle peut être remise en question lors des cessions effectuées (qui sont en fait le seul véritable critère de valorisation). Ce risque est parfois inclus de manière plus générale dans ce que l'on a appelé le risque de marché.

Les effets de la Covid-19 sur ces différents risques

Sur les différents risques rappelés, le risque de la pandémie de la Covid-19 et la réalité de celle-ci ont eu plusieurs effets. Les perturbations économiques au niveau mondial ont rendu les plans à trois ans difficiles à construire. Les résultats de 2020 sont également difficiles à anticiper.

Les investisseurs ont davantage analysé les valorisations proposées. Le risque de valorisation a atteint en 2020 un niveau particulièrement élevé car tous les secteurs et tous les pays ont été touchés. Une baisse de 15 % à 30 % de la valorisation moyenne des portefeuilles est à prévoir.

Par ailleurs, c'est l'inverse du risque de *fundraising* qui va s'imposer. Comme il est difficile de projeter les chiffres annuels pour la plupart des secteurs, les fonds risquent d'être investis beaucoup plus lentement qu'il n'est d'usage. Les investisseurs se retrouvent alors avec des engagements non appelés (*dry powder*). La situation économique ne permet pas de construire des *business plans* convaincants (sinon solides !); l'activité des fusions-acquisitions (*mergers & acquisitions* – M&A) devient plus réduite. Les fonds ne parviennent pas à céder leurs participations en portefeuille. Le décalage entre les distributions et les appels de fonds s'accroît et devient surtout beaucoup plus difficile à anticiper.

Les acquisitions avec effet de levier sont également plus difficiles à réaliser. Même si les *business plans* sont revus sous un angle très prudent, les banquiers sont très difficiles à convaincre.

En France, l'octroi des prêts garantis par l'Etat (PGE) ces derniers mois a considérablement augmenté la charge du risque de crédit de la plupart des banques. Ces dernières sont donc d'autant plus vigilantes sur les dettes LBO. Arriver à mettre en place une acquisition de type LBO devient, comme en 2008-2009, pratiquement inconcevable.

Sans cet effet de levier, trouver le prix d'équilibre entre un acheteur et un vendeur devient mission impossible, ce qui assèche les transactions entre fonds jusqu'ici extrêmement florissantes.

Il faut garder en tête que les investissements réalisés pendant de telles périodes se font généralement à des prix moins élevés et se révèlent donc moins risqués dans la durée. Les meilleures opérations ont souvent été signées par des gérants spécialisés dont la connaissance sectorielle approfondie a permis une meilleure compréhension du risque intrinsèque.

Le risque de marché est aujourd'hui très fort, la crise étant mondiale. La visibilité sur la reprise est quasiment impossible à prévoir. Le risque pesant sur les valorisations est également très élevé en dépit des processus et des méthodologies en place chez les acteurs les plus anciens.

Conclusion

Dans un tel contexte, décider d'investir dans le *private equity* suppose une bonne connaissance de la qualité des équipes de gérants, une forte conviction sur leurs aptitudes à garder une discipline dans leur stratégie d'investissement et la certitude d'une approche très méthodique dans la création de valeur (digitalisation, concentration sectorielle, internationalisation).

Pour l'investisseur, cette sélection des gérants fera la différence. Il faut également savoir accompagner les différentes levées de fonds successives de manière à reproduire tous les cycles économiques dans le portefeuille constitué (investir dans chacun des « *vintages* »). La meilleure protection contre tous les risques décrits viendra d'une bonne diversification : sélectionner les meilleurs gérants, accompagner plusieurs gérants de qualité sur plusieurs stratégies et investir systématiquement dans chacun des fonds pour lisser les cycles économiques.

R E V U E D'ÉCONOMIE FINANCIÈRE

COMITÉ DE RÉDACTION

Présidents d'honneur

Jacques Delmas-Marsalet

Hélène Ploix

**

Thierry Walrafen, *Directeur de la publication*

Olivier Pastré, *Conseiller scientifique*

Xavier Mahieux, *Responsable éditorial*

Patrick Artus, *Directeur de la recherche et des études, Natixis*

Raphaëlle Bellando, *Professeur, Université d'Orléans*

Christian de Boissieu, *Professeur, Université Paris I*

Jean Boissinot, *Conseiller des gouverneurs, Banque de France*

Pierre Bollon, *Délégué général, Association française de la gestion financière*

Arnaud de Bresson, *Délégué général, Paris Europlace*

Jean-Bernard Chatelain, *Professeur, Université Paris I, GdRE « Monnaie Banque et Finance »*

Jézabel Couppey-Soubeyran, *Maître de conférences, Université Paris I Panthéon Sorbonne*

Claude Diebolt, *Directeur de recherche au CNRS, Université de Strasbourg*

Jean-Louis Fort, *Avocat à la Cour*

Stéphane Gallon, *Directeur de la division études, stratégie et risques, AMF*

Olivier Garnier, *Directeur général des statistiques, des études et de l'international, Banque de France*

Ulrich Hege, *Professeur, Toulouse School of Economics (TSE)*

Pierre Jaillet, *Chercheur associé, IRIS*

Fatos Koc, *Responsable de la gestion de la dette publique, OCDE*

Frédéric Lobe, *Professeur, Université de Lille II, SKEMA*

Catherine Lubochinsky, *Professeur, Université Paris II – Assas*

Sylvie Mathérat, *Groupe de haut niveau de la Commission européenne sur l'Union des marchés de capitaux*

Jean-Paul Pollin, *Professeur, Université d'Orléans*

Philippe Trainar, *Professeur, Conservatoire national des arts et métiers (CNAM)*

Natacha Valla, *Directrice générale adjointe de la politique monétaire, Banque centrale européenne*

38, rue de Ponthieu – 75008 Paris

Tél. : 01 73 44 03 20

Courriel : REF@aef.asso.fr

Site Internet : www.aef.asso.fr

L'économie, la finance et l'assurance après la Covid-19

Avant-propos

Les institutions financières françaises face à la crise de la Covid-19

FRANÇOIS VILLEROY DE GALHAU

Introduction

SYLVAIN DE FORGES, OLIVIER PASTRÉ

Retour sur l'histoire et perspectives

Histoire des modèles pandémiques

PIERRE-CHARLES PRADIER

Assurance et crises pandémiques

PIERRE MARTIN

L'économie de la peste dans les villes du XVII^e siècle

PIERRE DOCKÈS

La Covid-19, une chance pour l'Europe ?

PERVENCHE BERÈS

Crise de la Covid-19 : la place de l'assurance

dans le monde d'après

FLORENCE LUSTMAN

Renouveler la gestion de crise

STANLEY MCCHRYSAL

Les entreprises face à la Covid-19

Assurer l'avenir dans un monde incertain

THOMAS BUBERL

La capacité de réaction des banques dans la crise

de la Covid-19

LORENZO BINI SMAGHI

La gestion ESG, une solution à la crise de la Covid-19 ?

JEAN-JACQUES BARBERIS, MARIE BRIÈRE, SIMON JANIN

Quelques enseignements de l'impact de la Covid-19

sur le secteur de l'assurance

MARIE-DOHA BESANCENOT, CORINNE CIPÈRE

L'hôpital public face à la crise de la Covid-19

MIREILLE FAUGÈRE

L'économie face à la Covid-19

Pour une solution assurantielle aux catastrophes exceptionnelles

FLORENCE LUSTMAN

L'action des assureurs dans la crise de la Covid-19

PATRICK DIXNEUF

Cinq leçons sur l'avenir de l'assurance santé

après la Covid-19

ANDRÉ RENAUDIN

La résilience du secteur de l'assurance dans la crise de la Covid-19

JÉRÔME JEAN HAEGELI, PATRICK SANER

Le rôle des assureurs crédit dans la crise de la Covid-19

WILFRIED VERSTRAETE

Covid-19 : les banques françaises au service de l'économie

MAYA ATIG

La gestion d'actifs, mobilisation de l'épargne face à la crise de la Covid-19

PIERRE BOLLON, THOMAS VALLI

Le *private equity* face à la crise de la Covid-19

MONIQUE COHEN

De l'intervention publique dans la crise de la Covid-19

DOUGLAS J. ELLIOTT

La pandémie de Covid-19 reflète et aggrave les failles du néolibéralisme

JEAN-PAUL POLLIN

Les dépenses sociales dans la crise de la Covid-19

FRANÇOIS ECALLE

Macroéconomie et défi climatique

Les défis exceptionnels posés par la crise de la Covid-19

CHRISTIAN DE BOISSIEU

La crise de la Covid-19 dans les pays en développement : quelles conséquences et quelles perspectives ?

REMY RIOUX, ALEXIS BONNEL, HÉLÈNE DJOUFELKIT,

CÉCILE VALADIER

Géopolitique de l'énergie et crise de la Covid-19

PATRICE GEOFFRON, JEAN-MARIE CHEVALIER

Cassandra, le climat et la Covid-19

SYLVIE GOULARD

Le développement durable après la crise de la Covid-19

BERTRAND BADRÉ

Crise de la Covid-19, le retour des reliques barbares

PHILIPPE CHALMIN

Covid-19, la BEI accélère sa transformation

en banque européenne du climat

AMBROISE FAYOLLE

Politiques macroéconomiques

Endettement des États et crise de la Covid-19

EMMANUEL MOULIN

Endettement des entreprises françaises et crise

de la Covid-19

ROBERT OPHÈLE

L'Europe de la finance dans la crise de la Covid-19

OLIVIER GUERSENT

La réglementation financière peut-elle contrer la crise de la Covid-19 ?

KLAAS KNOT

Les banques centrales pendant et après la pandémie de Covid-19

BENOÎT CCEURÉ

Les innovations des banques centrales dans la crise de la Covid-19

MICHEL AGLIETTA, SABRINA KHANNICHE

La crise de la Covid-19 va-t-elle entraîner un retour de l'inflation ?

PATRICK ARTUS

La pandémie de Covid-19 accélère l'obsolescence des normes comptables

BERTRAND JACQUILLAT

Conclusion

JEAN-HERVÉ LORENZI, PHILIPPE TRAINAR

Chronique d'histoire financière

Fermetures d'écoles, épidémies et niveau de scolarité : une perspective historique basée sur l'épidémie

de poliomyélite en 1916 aux États-Unis

KEITH MEYERS, MELISSA A. THOMASSON

ISBN 978-2-37647-048-9

ISSN 0987-3368

Prix : 50,00 €



9 782376 470489