

PERFORMANCES

Le capital investissement à un tournant

2 001 MARQUERA UN TOURNANT dans l'activité de capital investissement dans le monde. Certes, les montants cumulés de fonds levés par le capital investissement dans le monde ont à présent atteint 1 200 milliards de dollars, dont



DENIS MORTIER
Investment director
Coller Capital

1 000 milliards depuis 1991 : 76 % pour les Etats-Unis, 19 % pour l'Union européenne (UE), 4 % pour l'Asie et 1 % pour le reste du monde (encadré 1). Mais si l'on se concentre sur 2000 et 2001, la rupture est violente. Les fonds levés au cours du troisième trimestre 2001 ont chuté de 85 % par rapport au niveau atteint au cours du trimestre de pointe de 2000 ; de même les investissements ont baissé de 86 %. Les trois premiers trimestres de 2001 comparés à la même période un an plus tôt ont connu une chute de 48 % dans les fonds levés et de 64 % dans les investissements. Les gestionnaires ont besoin de passer de plus en plus de temps sur leur portefeuille. Certains, paralysés par un nouvel environnement qui les surprend, gèlent leurs décisions d'investir, voire retournent les fonds aux investisseurs. Ces derniers, quant à eux, remettent en cause leurs allocations et, également, suspendent leurs décisions d'investissements.

L'ADVERSITÉ
DE L'ENVIRONNEMENT ACTUEL

L'adversité de l'environnement actuel peut s'illustrer à partir de quelques exemples. La baisse des

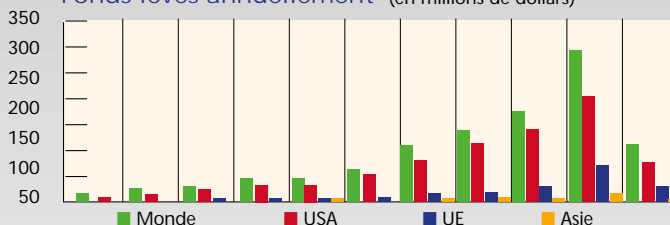
La capital investissement souffre de la médiocre conjoncture économique mondiale. Les performances se sont dégradées et elles risquent de baisser encore début 2002. Pour autant, cet environnement ouvre la voie à d'autres opportunités, comme notamment les investissements secondaires.

introductions en bourse de sociétés soutenues par des fonds de capital investissement a atteint en Grande-Bretagne 50 % en nombre d'introductions (et 51 % en valeur) sur l'année écoulée jusqu'à fin septembre par rapport à la même pé-

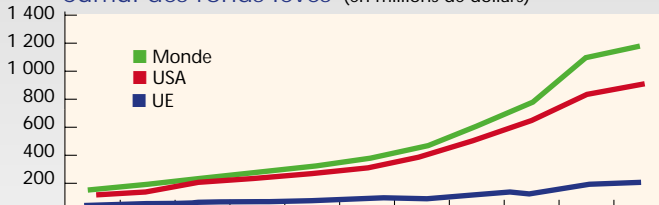
riode un an plus tôt. De même, aux Etats-Unis, 174 introductions en bourse de sociétés en 2000 avaient un capital investisseur à leur capital. Ce chiffre est à comparer à 28 au cours des huit premiers mois de l'année 2001 (représentant une

1. La capital investissement dans le monde

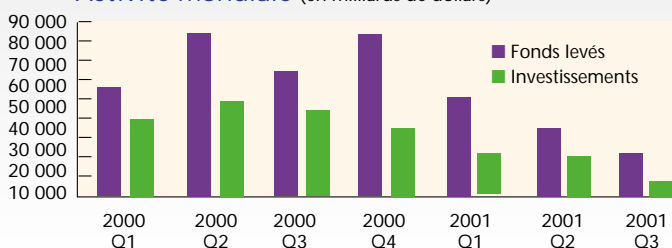
Fonds levés annuellement (en millions de dollars)



Cumul des fonds levés (en millions de dollars)



Activité mondiale (en milliards de dollars)



Source : Venture Economics.

baisse de 93 % en valeur). Les délais jusqu'à l'introduction en bourse se sont par ailleurs considérablement allongés : entre le premier tour de financement par un capital investisseur et la sortie en bourse, il s'écoulait en moyenne 140 jours en 1999 aux Etats-Unis. Ils atteignent 487 jours cette année. Une étude du professeur Jay Riffer, de l'University of Florida a montré que sur plus de 21 ans, la médiane de l'âge des sociétés qui s'introduisent en bourse est de huit ans. Ceci montre le caractère exceptionnel des conditions qui prévalaient en 1999 et 2000.

Enfin, les cessions industrielles se sont également raréfiées : en Grande-Bretagne, elles atteignaient 132 en 2000, mais sont tombées à 48 sur les huit premiers mois de 2001. Aux Etats-Unis, elles sont passées de 275 en 2000 à 139 sur les huit premiers mois de 2001 (avec une baisse de 89 % en valeur).

LES PERFORMANCES DU CAPITAL INVESTISSEMENT EN BAISSÉ

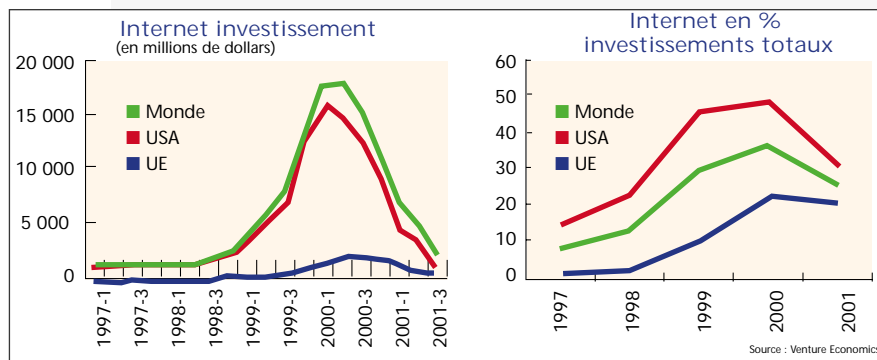
Il n'est pas surprenant dans ces conditions que les performances des fonds de capital investissement soient déjà profondément affectées. L'éclatement de la bulle internet (encadré 2) avec pour conséquence les pertes de valeur des titres tant cotés que non cotés, se conjugue avec les difficultés à obtenir les tours de financement ultérieurs et à sortir de tels investissements (encadré 3). L'impact est plus sévère encore aux Etats-Unis que dans l'Union européenne. Mercer Management Consultants estime que 50 à 60 % des fonds de MBO (*Management Buy Out*) qui ont investi massivement pendant les années 1998-2000 extérioriseraient des rentabilités négatives s'ils évaluaient leurs actifs au prix de marché. Cette opinion est partagée par Calpers, le fonds de pension californien qui est l'un des plus importants inves-

2. La bulle des investissements internet

A lors que, dans le monde, les investissements trimestriels des fonds de capital investissement dans des sociétés liées à internet étaient inférieurs à 1 milliard de dollars jusqu'au premier trimestre de 1998, ils bondirent à 7 milliards de dollars au troisième trimestre 1999 et se hissèrent jusqu'à 13 milliards le trimestre suivant, pour culminer à 17.7 milliards au deuxième trimestre 2000 (dont 14.7 aux Etats Unis et «seulement» 2.7 milliards dans l'Union européenne).

La chute a été aussi brutale que

l'avait été la croissance. Les investissements internet des fonds de capital investissement au cours des trois premiers trimestres de 2001 ont chuté de 75 % par rapport à la même période de l'année précédente (-78 % pour les Etats-Unis et -55 % pour l'Union européenne). Ramenée aux investissements totaux de capital investissement, la part consacrée aux sociétés internet a atteint, à leur apogée en 2000, 48 % aux Etats-Unis et 23 % dans l'Union européenne. Elle atteint maintenant, respectivement, 26.3 et 22.5 % sur les neuf premiers mois de 2001.



tisseurs dans les fonds de capital investissement.

Il est intéressant de souligner que les fonds de MBO de l'Union européenne ont démontré une performance supérieure à celle des fonds de MBO des Etats-Unis, quel que soit l'horizon de temps auquel on se place. Ceux de capital risque montrent pour la première fois un

“Les mauvaises nouvelles ne seront pleinement répercutées que dans les reportings sur le premier et sur le second trimestre 2002.”

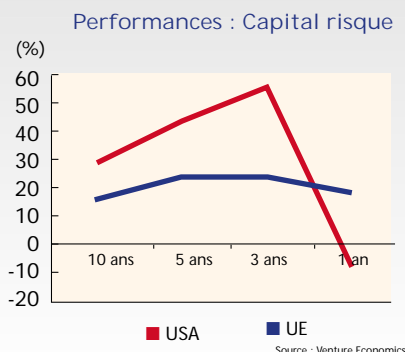
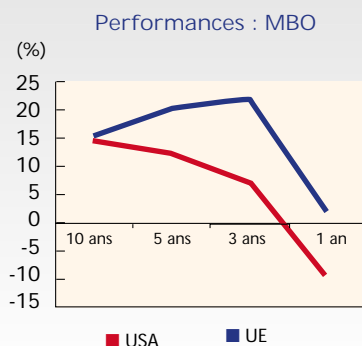
avantage à l'Union européenne à l'horizon d'un an. C'est ce qui explique l'intérêt soudain de l'Union

européenne tant pour les gestionnaires que pour les investisseurs américains.

LA DÉGRADATION DES RÉSULTATS VA S'AMPLIFIER

Cependant, cette forte dégradation des performances des fonds investis dans la période euphorique ne sera pas encore extériorisée dans les résultats au 31 décembre 2001. Les mauvaises nouvelles ne seront pleinement répercutées que dans les *reportings* sur le premier et sur le second trimestre 2002. En effet, d'une part, certains fonds continuent d'appliquer leurs méthodes d'évaluation habituelles, se référant aux prix des derniers tours de financement alors qu'une levée de fonds ulté-

3. La chute des performances



rieure, si elle pouvait se faire, se ferait avec décote, et sinon conduirait à un provisionnement total. Certains investissements sont maintenus au prix d'entrée, malgré un *burn rate* faisant craindre une impasse à un terme connu, si un tour ultérieur de financement ne peut être organisé. D'autre part, pour les fonds de MBO, les perspectives de cash flows d'exploitation moins stables et de crédits bancaires plus rares ne se refléteront que tardivement dans les résultats.

LA MARCHE À SUIVRE

Quelles règles de conduites doivent adopter les investisseurs dans l'environnement actuel ? Tout d'abord être plus sélectifs que jamais dans le choix des équipes de gestion. Dans une période euphorique, la prime à la qualité était déjà très importante (encadré 4). Dans un environnement difficile, les équipes les plus talentueuses accroîtront leur écart de performance par rapport à la moyenne.

Les investissements faits en bas de cycles auront, comme par le passé, les plus fortes rentabilités pour autant qu'ils ne concernent pas des investissements dans les industries cycliques réalisés trop tôt avant le retournement de cycle. Cela sera vrai des fonds de capital risque (l'innovation technologique n'est pas obsolète) et des fonds de MBO s'intéressant aux entreprises de taille moyenne de qualité qui fourniront

un nombre croissant d'opportunités d'investissements.

Les investisseurs qui sauront maintenir ou même augmenter leur rythme d'investissement en capital investissement dans la période que nous abordons, devraient accroître la rentabilité globale de leurs investissements dans cette classe d'actif. Cela a été démontré

“ Les équipes qui bénéficieront d'une expérience de cycles entiers, comprenant une stagnation sinon une récession, jouiront d'un avantage indéniable. ”

sur longue période aux Etats-Unis et sur la dernière décennie en Europe. Investir pendant cette période nécessitera en revanche d'être très exigeant sur la sélection des équipes. Les erreurs ne pardonnent pas et les équipes qui bénéficieront en leur sein d'une expérience de cycles entiers, comprenant une stagnation sinon une récession, jouiront d'un avantage indéniable.

LES CRITÈRES D'APPRÉCIATION DES FONDS DOIVENT ÉVOLUER

Les critères d'appréciation des fonds existants doivent évoluer pour tenir compte des défis de la

période actuelle. Dans l'examen des sociétés en portefeuille, une attention particulière doit être portée à la faisabilité et au calendrier des sorties ; à la qualité des cash flows et au taux de couverture du service de la dette dans les MBO avec levier ; à la vraisemblance de la disponibilité du financement des tours ultérieurs et de leur échéance en

comparaison avec le *burn rate* actuel et projeté pour les jeunes entreprises technologiques ; enfin aux risques de glissement de valeur stratégique en cas de retard de sortie.

Dans tous les cas, la disponibilité de liquidités devient l'élément clé de développement ou de survie (*cash is king*)

Les investisseurs dans des nouveaux fonds devront également aménager leurs critères de sélection pour favoriser les fonds dont les gestionnaires peuvent faire la preuve de leur expérience dans des périodes de retournement de cycle. Il serait par ailleurs opportun d'accroître le poids de l'Union européenne dans les allocations géographiques et de sous-pondérer les pays émergents. Les investisseurs devront également privilégier les politiques de niche quand un avantage concurrentiel le justifie, par exemple, les équipes de MBO à forte valeur ajoutée opérationnelle ou celles de capital risque privilégiant les fondamentaux technologiques et les situations spéciales (mutations technologiques, marchés à maturité, restructurations sectorielles, par exemple), ainsi que les fonds pouvant par nature tirer partie de l'environnement actuel, comme c'est en particulier le cas des fonds secondaires.

L'OPPORTUNITÉ EXCEPTIONNELLE
DES INVESTISSEMENTS
SECONDAIRES

En effet, la forte croissance des levées de fonds des dernières années va peser sur les offres de vente de positions secondaires. A ce facteur naturel, s'ajoutent des éléments exceptionnels dus à l'environnement économique. Certains investisseurs récents dans le capital investissement vont remettre en cause leurs investissements, en particulier à mesure que les nouvelles négatives remonteront ; ce sera particulièrement le cas des groupes industriels qui voudront se recentrer sur leur métier de base ou qui voudront garder toutes les liquidités possibles pour saisir des opportunités de croissance externe ou encore pour faire face à des difficultés. Ce sera le cas d'investisseurs traditionnellement adverses au risque qui se sont hasardés dans ce type d'activité avec appréhension. Seront également vendeurs des investisseurs chevronnés qui ont des contraintes de ratios d'allocation à cette classe d'actifs par rapport aux actions cotées dont la valeur a chuté. Enfin devant la difficulté à liquider les portefeuilles anciens, en raison de la pression due aux dates limites de durée de vie des fonds et des investisseurs exigeant une plus grande attention aux nouveaux fonds levés, dont la taille s'est considérablement accrue dans l'attente d'un marché en forte croissance, les gestionnaires se porteront de plus en plus vendeurs de queues de portefeuilles. Par ailleurs les fusions entre investisseurs, les difficultés rencontrées par certaines compagnies d'assurance et par certaines sociétés, les contraintes de ratios de fonds propres des banques et les changements dans leurs stratégies entraînent un subit afflux de ventes de positions secondaires, alors même que les investisseurs spécialisés dans le rachat de telles positions restent peu nombreux. Nous estimons

4. La prime à la qualité

La prime à la qualité que l'on constate par l'écart entre premier quartile et moyenne a été mesurée par Venture Economics pour EVCA en établissant un «manager coefficient», défini comme le ratio entre l'écart type et la moyenne des performances atteintes par catégorie de fonds. Plus ce coefficient est élevé, plus l'écart entre performances est élevé. Pour les 427 fonds, dont les performances en terme de TRI net pour les investisseurs ont pu être mesurées depuis leur création jusqu'à fin 2000 (période qui n'a pas encore subi le contre-coup de la crise actuelle), on obtient les résultats suivants :

Spécialité	Nombre de fonds	TRI moyen	Ecart type	Coefficient de gestion
Capital risque	198	13,5 %	34,1 %	x 2,5
MBO	135	15,6 %	30,3 %	x 1,9
Généralistes	93	8,1 %	22,3 %	x 2,8
Ensemble du capital investissement	427	12,6 %	30,7 %	x 2,4

Source : Venture Economics.

Comme on s'y attendait, les résultats des meilleurs fonds sont considérablement supérieurs à la moyenne. Cet écart est encore plus marqué pour les fonds de capital risque que pour les fonds de MBO. Le cas des fonds généralistes qui se caractérisent par une moindre performance moyenne et une plus grande dispersion des performances est la conséquence, d'une part, du poids des fonds captifs ou semi-captifs de banques entrant dans cette catégorie, et d'autre part de la pénalité à la non-spécialisation.

qu'il y a actuellement vingt milliards de dollars de positions secondaires offertes contre environ six milliards de fonds spécialisés levés ou en cours de levée d'ici la mi-juin prochain, mais qui ne seront déboursés que sur deux à trois ans. Il en résulte une forte disparité entre offre et demande qui fait de ce segment un marché acheteur. L'attrait de ce segment est

important en temps ordinaire : retour plus rapide et rentabilités élevées, qui permettent un rapport risque-rentabilité très favorable. La rareté des fonds spécialisés vient de fortes barrières à l'entrée. Malgré l'entrée récente de banques d'investissements, les fonds globaux spécialisés se comptent encore sur les doigts d'une main. ■

5. Le marché des fonds secondaires

Estimation de l'offre et la demande

