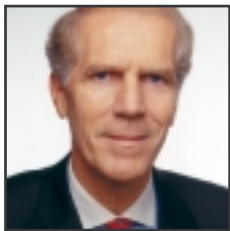


La professionnalisation est-elle un vrai progrès ?

Le nombre et le montant des transactions en «private equity» ne cessent de croître en Europe et particulièrement en France, devenue le premier marché de l'investissement non coté en Europe continentale.



XAVIER MORENO

Président

Astorg Partners

Ancien Président de l'AFIC

POUR LES INVESTISSEURS NOSTALGIQUES de territoires vierges de toute trace, la belle époque des achats faciles, rapides et à bas prix est révolue. Mais les pistes mieux balisées, préparées et professionnalisées, qu'ils empruntent aujourd'hui, leur offrent, en contrepartie, plus de sécurité dans les rendements ainsi qu'une meilleure liquidité.

L'INDUSTRIALISATION DU MÉTIER

Tout au long de la chaîne unissant les grands investisseurs institutionnels aux patrons des PME qui cèdent ou ouvrent le capital de leur entreprise, se multiplient les précautions, les conseils de spécialistes et la sophistication des procédures.

Le métier s'industrialise avec des coûts et des lourdeurs inévitables. C'est le prix à payer pour réduire les aléas de placements dont les rendements font un peu moins rêver (avec tout de même 500 à 1 000 points de base de plus, en moyenne,

que les marchés actions), mais qui sont devenus indispensables dans un portefeuille « efficient », grâce à la réduction considérable de leur volatilité.

Au moment où les mutuelles et les assurances privées s'engagent judicieusement à leur accorder plus de place dans leur actif global, corrigeant un retard aussi dommageable aux assurés qu'au dynamisme économique, une première évidence s'impose : ces placements nécessitent en interne des équipes spécialisées, ou un passage par les services de « sélectionneurs » professionnels, les *gate keepers*, ou les gestionnaires de fonds de fonds. AXA, les AGF, le groupe Crédit agricole avec la CPR, Groupama, la Caisse des dépôts, la CNP, MMA ou MAAF, autant d'établissements qui n'ont pas hésité à se doter d'équipes capables de gérer efficacement leur diversification dans les différents segments du capital investissement. Ils offrent souvent leurs services à des tiers, par des contrats de conseil ou en ouvrant l'accès de leurs fonds de fonds.

Une répartition équilibrée des placements dans le non coté suppose, en effet, de miser dans les cases d'un cube à trois dimensions, pour se diversifier par sous-secteurs (gros ou petit LBO, *venture*, développement, retournement, etc.), par pays et par millésimes. Dans chaque case, de nombreux choix sont possibles. Et la sélection, le suivi des fonds, l'analyse de leurs règlements et l'articulation des back-offices nécessitent travail, compétence et précaution.

Grâce aux pionniers qui l'ont déjà compris et aux efforts de l'AFIC qui a multiplié les formations et la diffusion d'informations plus transparentes sur les statistiques de performance, comme sur les règles déontologiques ou de re-

“Le métier s'industrialise avec des coûts et des lourdeurs inévitables. C'est le prix à payer pour réduire les aléas de placements.”



porting, la France rejoint les pays les plus avancés dans le niveau de professionnalisation des investisseurs institutionnels dans le non coté.

UNE SITUATION COMPLEXE À GÉRER

À l'autre extrémité de la chaîne, le changement est encore plus spectaculaire. Tout patron propriétaire de son entreprise sait désormais qu'à côté de la bourse, il existe une autre source de capitaux abondants : les « fonds ». Il en lit les conquêtes dans les journaux. Il en reçoit souvent les avances. Ses conseillers traditionnels : juriste, expert comptable, banquier, ne vont pas manquer de lui en parler, puisqu'ils sont eux-mêmes directement courtisés par les fonds.

Mais, comme l'investisseur et l'institutionnel, le patron d'entreprise va réaliser rapidement qu'avoir le choix est agréable mais difficile à gérer. Il va donc s'aider, lui aussi, d'un professionnel : le banquier conseil en fusions acquisitions.

D'où une nouvelle étape : le choix du conseil qui va aider à choisir le fonds ! Un entrepreneur qui va prochainement

céder une PME, valorisée environ 150 millions d'euros, a poussé ce choix au point de consulter une dizaine de banquiers conseils. Chacun a dû passer les épreuves écrites et orales d'un concours très structuré, que gagnera le plus professionnel. La suite, c'est-à-dire la sélection du fonds acquéreur, promet d'être particulièrement sophistiquée...

De même, dans les transactions dites de LBO secondaire, on constate désormais que les managers, qui autrefois subissaient le changement d'actionnaires, sélectionnent eux-mêmes et à l'avance leur propre banquier conseil ainsi que leur cabinet d'avocats, afin d'aborder les négociations entourés des meilleurs professionnels du marché et y jouer le rôle clé qui leur revient... tout en continuant à gérer l'entreprise.

Au cœur même de l'acte d'investissement, c'est-à-dire de la sélection d'une entreprise par un fonds, de la décision sur le prix et sur les conditions de la transaction, les changements liés à la professionnalisation du marché sont aussi impressionnants. Quelques chiffres résumant cette tendance. Il y a dix ans, une

“Les banquiers et auditeurs s’organisent comme des industriels, pour servir plusieurs clients à la fois, en mettant en place plusieurs équipes soigneusement cloisonnées. Ils ont ainsi plus de chances d’amortir l’investissement consenti pour se placer dans une transaction.”



transaction prenait un à trois mois et mobilisait cinq à dix personnes. Aujourd’hui, il faut compter six à huit mois avec couramment cinquante à quatre-vingts personnes qui interviennent... pour chaque fonds qui concourt. Une dizaine de fonds peuvent être fortement impliqués dans une transaction.

Comme dans tout système vivant et dynamique, les acteurs du marché

s’adaptent à ce qui pourrait être un excès de lourdeur et de complexité. La réponse se trouve souvent dans la standardisation, comme l’a découvert depuis longtemps l’industrie. Ainsi, connaissant les documents d’expertise juridique, environnementale, commerciale, financière, que vont exiger les acquéreurs, les vendeurs s’organisent en les faisant préparer eux-mêmes, à l’avance, par des experts plus ou moins indépendants. Ce sont les fameuses VDD ou *Vendors’ Due Diligence* qui font gagner du temps, de l’argent et surtout, réduisent les surprises.

Les banquiers et auditeurs s’organisent eux aussi, comme des industriels, pour servir plusieurs clients à la fois, en mettant en place plusieurs équipes soigneusement cloisonnées. Ils ont ainsi plus de chances d’amortir l’investissement consenti pour se placer dans une transaction.

L’EFFICACITÉ ET LA SÉCURITÉ AMÉLIORÉES

À la question : « Tout cela est-il réellement plus efficace ? », la réponse est clairement : « Oui ». Les managers des entreprises en LBO en témoignent : rares sont les zones laissées dans l’ombre avant une transaction. Si l’aléa des affaires demeure, du moins a-t-il été bien identifié avant l’acquisition. À l’autre question : « La débauche d’intervenants, les interminables négociations des documentations juridiques et le coût global des transactions (3 à 5 % dans un LBO) ne sont-ils pas excessifs ? », la réponse est plus nuancée. Il existe évidemment des excès. Mais qui peut faire la part entre

l’utile et l’inutile dans l’avalanche des nouvelles règles qui s’appliquent aux sociétés, suite aux affaires Enron et autres ? Et dans les précautions prises pour protéger l’argent confié par les investisseurs aux gestionnaires de fonds ?

Les praticiens du capital investissement constatent que le jeu des audits et des contrôles vaut largement la chandelle de la meilleure sécurité. Mettre à plat, tous les trois à cinq ans, les risques d’une entreprise, s’interroger sur les opportunités de croissance et de création de valeur, en y associant étroitement actionnaires et managers qui, ensemble, y jouent leur propre argent, s’est avéré une méthode très efficace de gouvernance des entreprises. Les performances financières des fonds le prouvent. Les enquêtes sur les entreprises en LBO le confirment : croissance et création d’emplois y sont deux fois plus fortes que dans le reste de l’économie... et leurs managers en redemandent, devenant, avec l’expérience, de plus en plus réticents à réintégrer le giron d’un groupe industriel ou à affronter les aléas et les contraintes plus formelles de la Bourse.

La professionnalisation du métier a donc des effets très positifs sur le développement du capital investissement. Même si elle est douloureuse pour les amateurs éliminés, pénible pour ceux qui doivent constamment s’adapter à la sophistication des méthodes, voire excessive, quand elle impose aux petites transactions toutes les lourdeurs des grandes. Son coût se rentabilise au niveau micro et macroéconomique, par la plus grande mobilité et agilité des actifs industriels qu’elle favorise.

Ainsi, les entreprises françaises non cotées trouvent-elles désormais des actionnaires très professionnels toujours prêts à les accompagner, à condition de proposer des projets de développement crédibles, avec des managers qui s’engagent pour les réaliser. De leur côté, les investisseurs institutionnels, qui ont fait le pari raisonnable du *private equity*, voient le couple rentabilité/volatilité durablement s’améliorer. Ils bénéficient aussi d’une meilleure liquidité, grâce à la rotation plus rapide des portefeuilles et à la montée parallèle d’un marché secondaire plus efficient. ■