

Quelles sorties pour les investissements de private equity?



Thomas Le Joubiou et Christian Mustad*

A l'heure du développement exponentiel des normes comptables internationales, mais aussi des codes de gouvernance et surtout des réglementations boursières telles Sarbanes Oxley1, l'investissement dans le non-coté connaît un vif succès. En effet, la gestion imposée aux dirigeants des sociétés cotées est tellement lourde que celle offerte par le non-coté pourrait s'avérer plus propice à une croissance focalisée sur le long terme. Avec un retour sur investissement supérieur au marché des actions, on peut dès lors se demander si l'investissement en private equity ne profite pas de l'excès de réglementation financière à laquelle sont soumises les sociétés cotées.

Pourtant, pour réaliser les performances promises en Private Equity, encore faut-il pouvoir désinvestir dans des conditions favorables. Il est possible d'investir avec une conception de ce que sera l'investissement, mais il n'est pas réaliste d'avoir une notion préconçue du désinvestissement. L'associé gérant du fonds et l'entrepreneur devront être flexibles, et l'alternative de désinvestissement sera discutée dès les premières diligences. Deux variables majeures détermineront le succès et le type du désinvestissement. Il s'agit des conditions du marché et de la qualité de l'investissement en termes de management, de revenus et de coûts. Témoin de ce phénomène, 80% des fonds de private equity estiment que la stratégie de désinvestissement change au moins deux

fois au cours de la vie de l'investissement et 90% négocient en parallèle deux alternatives. Acheter une entreprise, la développer puis la revendre est un processus à long terme qui s'étale sur des années. Or, les investissements non finalisés deviennent problématiques avec le temps. Les managers de fonds sont mis alors sous pression pour redistribuer le capital aux investisseurs et en général via des stratégies traditionnelles. Quelles sont-elles?

On distingue 3 types majeurs de sorties et un groupe mixte. Le premier est la sortie sur le marché des offres publiques de vente. Cette méthode n'a représenté en 2005 que 2% du nombre des désinvestis-

Les désinvestissements dans le private equity en Europe témoignent de plusieurs manières d'un secteur en rapide maturation

sements, contre 4% en valeur. Ce mode opératoire concerne donc surtout les plus grandes entreprises concernées, étant donné que les entreprises en portefeuille qui n'ont pas 6 à 8 trimestres de croissance avérée ne trouveront pas d'acheteur lors de leur introduction. En revanche, la présence antérieure d'un fonds dans le capital d'une entreprise entrant en Bourse semble être une condition favorable à une performance accrue de l'action, pendant la première année de l'introduction en Bourse. Une variante reste la vente d'actions cotées, qui consiste en un désinvestissement postérieur à l'introduction en Bourse. C'est la dernière des alternatives retenues par nombre et valeur de transactions en 2005, et elle ne concerne en général que des entreprises de taille modeste. La différence majeure avec l'offre publique

de vente est que l'associé gérant va attendre une hausse des cours, probablement à l'aide d'une solide communication financière, pour se désengager. Il s'agit de la stratégie la plus opportuniste et marginale.

L'autre type de sortie est la vente de gré à gré, à une société industrielle ou de services. Les motifs pour l'acquéreur peuvent être d'ordre financier, technologique ou stratégique. C'est ainsi la stratégie de désinvestissement que visent initialement 80% des associés gérants, en général assez tôt dans le cycle de l'investissement. La vente stratégique est cependant corrélée au dynamisme du marché des fusions acquisitions. Après plusieurs années boursières euphoriques, certaines grandes entreprises disposent de liquidités nécessaires pour procéder à des restructurations ambitieuses mais aussi à une stratégie de croissance externe.

Ainsi, en Europe, en 2005, les ventes de gré à gré représentèrent 25% des désinvestissements en valeur, soit la première alternative. L'année 2007 devrait connaître encore de grandes manœuvres. Le second type de vente de gré à gré est la vente des parts acquises par le fonds au management, en général le fondateur ou d'autres dirigeants, totalisant 18% du nombre des désinvestissements contre 7% en valeur. Dans ce cas, la clause de rachat sera incluse dans le contrat d'investissement initial.

Le rachat de l'investissement réalisé par un fonds de private equity par un second fonds est le troisième type de sortie. Phénomène nouveau dans l'industrie, il est aussi de plus en plus fréquent. Plusieurs circonstances suggèrent qu'aujourd'hui le phénomène de second rachat par un autre fonds est là pour durer. Premièrement, les fonds ont aujourd'hui un excédent de capitaux, par rapport aux affaires possibles sur le marché. Depuis la reprise des marchés boursiers en 2003, les fonds ont tellement levé de capitaux que l'offre de capitaux est

aujourd'hui excédentaire. En conséquence, il est normal que se soit banalisé le rachat par un second fonds. Ainsi, si le rachat secondaire continue d'offrir des sources de revenu, on peut dire que certains fonds négocient continuellement les uns avec les autres. En 2005, si 6% du nombre des désinvestissements étaient des rachats par des seconds fonds, ils représentent 18% des désinvestissements en valeur. Ceci porte à croire que les plus grandes entreprises restent dans le giron des fonds. Dans la même ligne, la vente à des institutions financières, qui peuvent poursuivre un objectif de diversification de portefeuille, a atteint 2% du nombre des désinvestissements contre 5% en valeur.

Dans l'ensemble donc, les statistiques de désinvestissement dans le private equity en Europe témoignent de plusieurs manières d'un secteur en rapide maturation. Tout d'abord, le «taux de déchet» de l'industrie – les montants passés en perte – diminue sensiblement en pourcentage des montants totaux désinvestis. Ensuite, la croissance de ces totaux se fait indépendamment des aléas de l'appétit des Bourses pour les IPO, comme en témoigne la relative stagnation de ce type de désinvestissement. Les voies traditionnelles de désinvestissement – vente de gré à gré et sorties mixtes – gardent, elles, toute leur place, tout en évoluant dans la manière dont elles sont mises en place et exécutées. Enfin, la croissance des désinvestissements par vente à un autre fonds met particulièrement en évidence le degré de maturité du secteur.

Les optimistes y verront le signe d'une sophistication croissante permettant aux fonds d'optimiser la gestion de leur portefeuille, et les pessimistes y verront les signes avant-coureurs d'un retournement de la tendance si positive des dernières années.

* Edgar Brandt Advisory SA

Bloc-notes

Suède-France 1-0



Ignace Jeannerat

ISF, RMI, fortune des candidats, 35 heures. La France regorge de ces spécificités qui donnent lieu à mille débats. Hasard du calendrier, quelques infos sur ces thèmes ont jalonné l'actualité des derniers jours.

Il y a une dizaine de jours, le gouvernement suédois (aujourd'hui de centre droit) a annoncé la suppression de l'impôt sur la fortune (ISF) dès 2007 pour favoriser les investissements et l'emploi. La mesure, accueillie favorablement par la majorité de la classe politique, sera compensée en partie par une réduction du montant maximum exonéré d'impôts que les personnes peuvent investir dans des fonds de pension.

C'est une sacrée révolution que de rayer un impôt introduit en 1947. L'objectif du gouvernement suédois est de mettre fin à l'exil fiscal (53 milliards d'euros seraient partis à l'étranger) et d'attirer les investisseurs en capital-risque, ce qui favoriserait la croissance des entreprises et l'emploi. Nouveaux investissements, nouvelles entreprises, nouveaux emplois, c'est la direction espérée.

En 2005, l'ISF a permis à l'Etat suédois de dégager 514 millions d'euros. Environ 225 000 personnes ont été assujetties à cet impôt en 2005, soit 2,5% de la population. En France, 450 000 contribuables sont imposés à l'ISF, pour un montant d'impôts de 3,6 milliards d'euros. (lire aussi p. 28)

Pour mémoire, après l'abolition au Luxembourg en janvier

2006, seuls 5 pays membres de l'OCDE prélèvent encore un impôt sur la fortune: l'Espagne, la France, la Norvège, la Suède et... la Suisse.

Dans RMI, il y a le mot «insertion». Or, même si le débat verre à moitié vide ou à moitié plein peut y avoir sa place, force est de reconnaître que cette mesure d'aide ne mène que très peu vers l'emploi. En pleine campagne électorale française, une étude est quasi passée inaperçue: un peu moins de tiers des personnes qui bénéficiaient du revenu minimum d'insertion en décembre 2004 étaient sorties du dispositif 18 mois plus tard... Et pour celles qui en étaient sorties, moins de la moitié a retrouvé un emploi. Quel emploi? En gros, un tiers pour des contrats à durée indéterminée, un quart pour des emplois aidés par l'Etat ou les collectivités publiques et le solde pour des contrats à temps partiel. Subis plutôt que choisis. Selon les dernières statistiques, il y a 1 266 000 bénéficiaires du RMI en France.

Candidats, déclarez votre patrimoine! Au-delà des chiffres avancés par les équipes électorales, le mensuel *Capital* donne dans sa dernière édition une image plus réelle de la fortune des candidats qui mentent, non, sous-estiment volontairement la valeur de leur ferme, de leur portefeuille d'actions ou de leurs biens immobiliers. Ainsi Jean-Marie Le Pen aurait un patrimoine de 5 millions d'euros (manoir à Saint-Cloud, 50% dans une affaire de champagne et portefeuille). Il précède Nicolas Sarkozy avec 2,4 millions (produit de la vente d'appartement et sa part dans un cabinet d'avocat), Ségolène Royal et 1,8 million (biens immobiliers), François Bayrou 870 000 euros (immobilier, ferme et élevage de chevaux), Philippe de Villiers 540 000 euros (immobilier), et Dominique Voynet 300 000 euros (immobilier).

L'analyse

L'autre scandale Wolfowitz



Jean-Claude Pécelet

«L'inégalité des chances pour les femmes freine le développement»: cet extrait du dernier rapport de la Banque mondiale (BM) pourrait rejoindre le vaste cimetière des évidences creuses ressassées à propos de l'Afrique si son auteur, Paul Wolfowitz, ne lui conférait une touche d'ironie involontaire.

Paul Wolfowitz sait encourager les femmes, du moins l'employée de la Banque mondiale avec laquelle il entretenait une liaison quand il en a pris la présidence en 2005. Shaha Riza y occupait un poste de «senior communications officer» sur le Moyen-Orient, avec spécialisation... sur les questions féminines, précisément. Son profil professionnel publié sur Internet reste discret sur l'expérience professionnelle ou les activités justifiant sa «seniorité».

Voyant immédiatement le conflit d'intérêts naissant de cette double proximité professionnelle et affective, Paul Wolfowitz a demandé de se récuser dans la recherche d'une solution acceptable. Très curieusement, le comité d'éthique de la BM ne l'a pas suivi

et a mis sur pied une procédure compliquée impliquant le président, à son corps défendant. «J'aimerais réitérer ma profonde insatisfaction à propos de la façon dont toute la procédure a été menée, et je continue de penser qu'elle aurait dû être résolue par ma récusation», a écrit ce dernier dans un mémoire interne avant que l'affaire ne devienne publique.

Quelle que soit l'aversion qu'inspire l'ex-faucon de la Maison-Blanche, où il fut vice-secrétaire d'Etat à la Défense de 2001 à 2005, rendons cette justice à Paul Wolfowitz d'avoir eu le bon réflexe face au problème de sa relation avec Shaha Riza. S'il y a eu dysfonctionnement, il est partagé par plusieurs organes d'un de ces «machins» dont une règle de base est que personne n'y assume ses responsabilités.

Pour en revenir au président de la BM, on s'étonnera néanmoins qu'un homme connu pour sa détermination se soit laissé infléchir à la première occasion, sur un sujet aussi risqué. Mais c'est surtout dans la suite de l'affaire que réside le scandale. Alors que le bon sens aurait voulu que Shaha Riza reçoive une indemnité et de l'aide pour trouver un autre employeur, on l'a effectivement casée ailleurs: au Département d'Etat américain... mais payée par la Banque mondiale. C'est là qu'elle a bénéficié de deux augmentations portant son salaire

annuel – net d'impôts – à 235 000 francs suisses, pour 40 heures de travail hebdomadaires précise son contrat.

Or il semble que ces augmentations aient été agréées, sinon décidées, par le seul Paul Wolfowitz, sans en référer aux organes impliqués dans la résolution de l'affaire. Si ce point est exact, il n'est pas tolérable que le président de la BM reste en place un jour de plus, comme *Le Temps* l'a déjà écrit.

Une «Fondation pour le futur» dont les résultats à propos du Proche-Orient se font attendre

Mais le scandale est instructif à un autre titre si on s'intéresse cette fois au destin de Shaha Riza. Celle-ci ne travaille plus directement pour le Département d'Etat; elle a été chargée de mettre sur pied une «Fondation pour le futur» qu'on ne qualifiera pas d'organisation «non gouvernementale», tant sa proximité avec les autorités américaines est assumée, jusque sur ses pages internet.

L'organisation embryonnaire est dotée d'un coquet budget de 56 millions de dollars (dont 35 versés par les Etats-Unis et 1 par

la Suisse), elle a pour ambition aussi vaste que diffuse de «favoriser les réformes» au Proche-Orient.

Un an et demi après l'annonce de sa création, on attend toujours ses premières actions concrètes, qui étaient annoncées pour l'hiver dernier. Le trio qui la dirige est prestigieux mais très occupé. Anwar Ibrahim, artisan du redressement malaisien après la crise de 1997, a des ambitions politiques dans son pays. Rhama Bourqia, éminente académicienne marocaine, multiplie les casquettes. Bakhtiar Amin, un Kurde qui a été ministre des droits de l'homme dans le premier gouvernement irakien, est le plus intéressant des trois. En 2001, il était de ceux qui affirmaient que le gouvernement de Saddam Hussein détenait des armes de destruction massives – le genre de témoignages dont s'est emparé l'administration Bush pour lancer sa désastreuse campagne d'Irak deux ans plus tard.

Au-delà du sort de Paul Wolfowitz, l'affaire qui éclate rappelle crûment les liens incestueux entre la première puissance militaire du monde et l'institution chargée d'aider les pays pauvres à se développer. Comme en Irak, les Américains s'y comportent en territoire conquis, avec les mêmes effets. Il n'est pas sûr que les réformes envisagées suffisent à corriger ce scandale-là.

Kiosque

La France doit enfin enterrer de Gaulle!

«La France est foutue»

Mathieu Laine

col. Idées fausses, vraies réponses

Ed. JC Lattès, 134 pages



C'est le livre de l'espoir, du réveil, du refus de la France du déclin. Mathieu Laine rejette l'idée que la France aurait un ADN élitiste et qu'elle serait impossible à réformer. La France de Colbert est «championne du nombre de jours de grève, médaille d'or de la fonction publique, au sommet des classements de la misère fiscale et de la croissance molle». C'est le résultat d'erreurs commises depuis la Seconde Guerre mondiale, selon lui. Pétain dénonçait la faille universelle de l'économie libérale. Le général de Gaulle a rejeté la libre concurrence, nationalisé des pans entiers. C'est le «bâtisseur d'un vaste système fondant toute sa confiance dans l'Etat». Il faut «tuer de Gaulle», écrit-il dans ce petit ouvrage très bien struc-

turé dans sa destruction d'idées fausses.

Un virage est possible: la France, c'est aussi le pays qui a produit certains des plus grands penseurs de la liberté économique, les Bastiat, Turgot, Say, Tocqueville. Le revirement de la Chine, le décollage des pays de l'Est, l'accélération de Singapour prouvent que le fatalisme est déplacé. Le Canada a été sur le point d'être géré par le FMI. Avec Jean Chrétien, il a réussi à se redresser, à diminuer de 20% le nombre de fonctionnaires. La modernisation n'est pas impossible. La majorité des Français doit comprendre que «la réforme n'est pas une punition, mais une chance à saisir».

La voie à prendre, c'est celle de la concurrence et du marché, celle du respect de la liberté individuelle, le développement de la responsabilité, selon Mathieu Laine, qui avait déjà signé «La Grande nurserie». La France dépense pour chaque chômeur 27 000 euros par an, soit 65% de plus que le revenu disponible par habitant. La méthode va à l'encontre du bon sens. C'est celle du tout à l'Etat: le nombre de fonctionnaires a progressé de 30% depuis 1980.

La Grande nation a besoin non pas d'une démarche idéologique, mais de l'application de principes de bon sens. Demain, est-ce que ce sera au tour de la France de réussir? **Emmanuel Garesse**