

# AVANT-PROPOS

BERTRAND JACQUILLAT \*

OLIVIER PASTRÉ \*\*

La crise dite des *subprimes* a profondément renouvelé le positionnement stratégique de nombreux métiers financiers et oblige à une refondation théorique de multiples pans de l'économie financière. L'industrie du *private equity* fait ainsi partie des secteurs les plus touchés par les réallocations d'actifs qu'impulse la crise générale de la titrisation.

9

Avant-hier (dans les années 1980) limitée aux seuls capital-risque et capital-développement, hier (depuis la fin des années 1990) propulsée au zénith par les opérations de LBO de tailles de plus en plus grosses, cette industrie doit affronter une double crise : une crise des ressources, avec la montée en puissance de l'aversion au risque de la part des épargnants ; et une crise des emplois avec la raréfaction des sources de liquidité boursières mais aussi industrielles.

L'objectif de cette livraison de la REF est de faire le point sur l'industrie du *private equity* au cœur de la tourmente financière actuelle. Ce numéro, très riche et très complet, permet de faire la part entre ce qui relève des certitudes et ce qui reste encore dans le champ des interrogations.

Il est quatre certitudes au moins qui émergent des articles regroupés dans ce numéro :

1) L'industrie du *private equity* est fondamentalement hétérogène. Il n'existe pas plus de similitude entre le capital-risque à fort contenu technologique, tel qu'il est pratiqué de manière encore très courante aux États-Unis, et les LBO opérés sur des filiales d'entreprises cotées

---

\* Professeur, Sciences Po Paris.

\*\* Professeur, université Paris VIII.

en Europe continentale qu'il n'en existe entre des CDO d'ABS et des opérations de M&A... Cette hétérogénéité pose, entre autres, la question du traitement uniforme de ce qui constitue « des choux et des carottes » financières, notamment au plan réglementaire et fiscal.

2) Quels que soient les soubresauts que connaît - et qu'a toujours connu - l'industrie du *private equity*, cette industrie a, encore aujourd'hui, un bel avenir devant elle. Certes, les opérations de LBO vont se faire moins nombreuses et moins « tendues » en matière d'effet de levier, mais l'offre et la demande de *private equity* devrait rester forte dans la décennie à venir. Du côté de l'offre, le renforcement des fonds propres des entreprises (et des PME en particulier) n'est jamais paru aussi nécessaire qu'en période de crise. Du côté de la demande, jamais les investisseurs n'ont été autant à la recherche de placements alternatifs au marché des actions cotées et à celui des produits dérivés. Que trouver de mieux dans ce domaine que le *private equity*, dont les rendements se sont élevés au cours de la dernière décennie et dont la volatilité est *a priori* limitée ?

3) Malgré cet excellent augure, il est évident que certaines pratiques sur les marchés du *private equity* ont, clairement, depuis quelques mois, « pris du plomb dans l'aile ». Ainsi en est-il notamment de l'effet de levier, qui avait atteint des multiples de plus en plus inquiétants au cours des derniers mois précédant la crise. Les tensions sur les taux d'intérêt d'une part, la prudence accrue des opérateurs d'autre part, devraient, dans ce domaine, conduire à un *landing* que l'on peut espérer - sans en être certain à ce stade - *soft*.

4) Enfin, dernière certitude, la rémunération des gérants de fonds de *private equity* va être, dans les années qui viennent, sinon remise en cause, au moins *challengée*. Cette rémunération, qui a connu de nombreuses dérives au cours des dernières années, se devra d'être rationalisée afin d'éviter deux écueils au moins : d'une part, de rogner plus que de raison la rentabilité de l'activité elle-même ; d'autre part, de ne pas refléter le plus exactement possible l'efficacité réelle des équipes de gestion en matière de performance. L'ère du « pile, je gagne, face, tu perds » semble, de ce fait, définitivement - et c'est tant mieux - révolue...

Face à ces certitudes (ou quasi-certitudes), de nombreuses interrogations demeurent quant à l'avenir de l'industrie du *private equity*. Il en est quatre au moins qui nous paraissent avoir une importance toute particulière.

1) Le *private equity* contribue-t-il à la croissance et à l'innovation ? La réponse n'est pas la même dans les deux cas. En ce qui concerne la croissance, la crise actuelle devrait conduire à apporter une réponse positive à la question posée. Au moins, peut-on l'espérer. Face au

*credit crunch* qui se profile - dont on ne peut prédire l'intensité mais dont on est sûr de l'occurrence - il est clair que le *private equity* offre une alternative au crédit bancaire que toutes les entreprises qui pourront le faire seront tentées de tester. Espérons seulement que l'intensité de la crise ne conduira pas, pour les entreprises les plus fragiles, à ajouter un *equity crunch* au *credit crunch* auquel elles seront soumises. En ce qui concerne l'innovation, la réponse est moins évidente. Historiquement, il y a bien une corrélation entre intervention du *private equity* et développement (et surtout marchandisation) de l'innovation. Mais, en économie, corrélation n'est pas forcément causalité. Le *private equity* est sensible au potentiel de l'innovation industrielle, facteur de croissance accélérée. Mais en est-il véritablement la cause ? Ou bien se contente-t-il simplement de « venir au secours des - rares - victoires » ? Les mois à venir le diront.

2) Les performances des entreprises bénéficiant de l'intervention de fonds de *private equity* sont-elles supérieures à celles des entreprises cotées ? Et l'investissement en fonds de *private equity* est-il plus rentable que d'autres formes d'investissement ? Quant à la réponse à ces deux questions, la modestie est de mise. Les hypothèses retenues pour mesurer la performance prédéterminent très largement les résultats - incroyablement divers - obtenus dans ce domaine. Étant donné qu'« il n'est pas nécessaire d'espérer pour entreprendre », les travaux de recherche sur ce thème doivent être approfondis. Qu'il nous soit seulement autorisé de faire un constat : si la surperformance du *private equity* n'est pas aveuglante, la surperformance de certains segments du métier et de certains opérateurs justifie largement le développement de cette industrie en période de crise et, plus encore, l'amélioration de la gouvernance des fonds de *private equity*.

3) D'où une troisième question : la gouvernance des opérateurs de *private equity* est-elle optimale ? Formulée de manière aussi binaire, cette question appelle, bien évidemment, une réponse négative. Dans les faits, il est indispensable de distinguer deux niveaux de gouvernance. Premier niveau, la gouvernance des fonds eux-mêmes, domaine dans lequel un effort de transparence devra nécessairement être opéré. Second niveau, la gouvernance des entreprises dans lesquelles des fonds investissent. Les fonds de *private equity* jouent-ils un rôle déstabilisateur ou, au contraire, positivement disciplinaire ? La réponse, évidemment nuancée, à cette question désigne à nouveau l'hétérogénéité de la population des fonds de *private equity* comme « maillon fort » de la théorisation du comportement de ceux-ci.

4) Faut-il modifier la réglementation / régulation des fonds de *private equity* ? Face à la crise et à la déviance de certaines pratiques, la réponse globale à cette question est positive. Mais, là aussi, la réponse

finale se doit d'être plus nuancée. Rappelons, en effet, que c'est au contournement d'une réglementation jugée trop sévère des entreprises cotées que l'industrie du *private equity* doit, pour partie au moins, son développement. Dans ce domaine, ce n'est pas tant « plus de réglementation » qui s'avère nécessaire que « mieux de régulation ». Plus facile à dire qu'à faire...

Cette livraison de la REF n'a pas pour ambition d'apporter une réponse définitive à l'ensemble de ces questions. Plus modestement - et plus efficacement, pensons-nous - elle vise à éclairer le plus objectivement possible les défis que l'industrie du *private equity* a, dans les mois à venir, à relever et à esquisser quelques voies de solutions dans la gestion de la crise financière actuelle... C'est déjà pas mal !