

Guillaume BRIAN  
Vincent GONDARD

Majeure Finance Promotion 2007

Mémoire de fin d'étude

# Avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de Private Equity

Sous la direction de Pascal Quiry

## Executive summary

Cette étude, réalisée sur la base d'une revue de la littérature existante et d'entretiens qualitatifs auprès de professionnels du secteur, a pour objet de déterminer les modalités et les résultats de l'appel fait par certains fonds de Private Equity au mode de financement boursier.

Nous distinguons en premier lieu trois sous-catégories au sein de l'univers du PE coté (i) Les sociétés de participations, historiquement cotées, qui orientent peu à peu leur activité d'investissement vers le Private Equity, (ii) Les véhicules cotés de coinvestissement, (iii) La cotation des sociétés de gestion.

Puis nous nous attachons à déterminer les motivations qui ont poussé les fonds appartenant à ces trois catégories à faire appel au financement boursier, et nous étudions comment la cotation affecte leur fonctionnement et peut présenter des avantages certains, mais également des inconvénients.

Nous étudions tout d'abord les implications d'un accès à des ressources financières permanentes, levées auprès de nouvelles poches d'investisseurs, mais qui introduisent une contrainte de taille dans les sociétés qui optent pour la cotation : le sleeping cash.

Nous nous intéressons ensuite au point de vue des investisseurs, pour lesquels les fonds cotés peuvent représenter à bien des égards une nouvelle classe d'actifs, séduisante car liquide et exigeant des tickets d'entrée réduits, mais risquée.

Puis nous nous tournons vers les contraintes et avantages relatifs au fonctionnement boursier : la cotation implique des changements en terme de collecte et diffusion de l'information financière et donne une certaine visibilité au fonds. De même, les équipes de gestion sont confrontées à une problématique nouvelle qui est celle de la valorisation, par le marché, des actifs de leur portefeuille.

Enfin, nous nous risquons à émettre quelques hypothèses sur l'avenir de ce phénomène apparu très récemment.

## SOMMAIRE

<b>REMERCIEMENTS .....</b>	<b>4</b>
<b>1. INTRODUCTION.....</b>	<b>5</b>
A.    PROBLEMATISATION.....	5
B.    DEMARCHE.....	7
<b>2. LES DIFFERENTES CATEGORIES DE FONDS COTES .....</b>	<b>8</b>
A.    UN PHENOMENE MULTIFORME.....	8
B.    LES SOCIETES DE PARTICIPATIONS TRADITIONNELLES .....	8
i. <i>Principe et fonctionnement</i> .....	9
ii. <i>Exemple détaillé : Eurazéo</i> .....	9
C.    LES VEHICULES COTES DE COINVESTISSEMENT.....	11
i. <i>Principe et fonctionnement</i> .....	11
ii. <i>De nombreux exemples d'un phénomène récent</i> .....	12
D.    LA COTATION D'UNE SOCIETE DE GESTION : LE CAS BLACKSTONE .....	13
E.    LA RELATIVE PERMEABILITE DE CES CATEGORIES .....	15
<b>3. AVANTAGES ET INCONVENIENTS DE LA COTATIONS DES FONDS .....</b>	<b>18</b>
A.    EN GUISE D'INTRODUCTION .....	18
B.    UN FONDS EVERGREEN.....	18
i. <i>Lever des fonds supplémentaires auprès d'investisseurs nouveaux</i> .....	18
ii. <i>Des fonds permanents, sans recours périodique au marché</i> .....	20
iii. <i>Une plus grande souplesse dans la durée des participations ?</i> .....	22
iv. <i>Souplesse dans le choix des investissements</i> .....	23
v. <i>Coût des levée de fonds</i> .....	24
C.    LA CONTRAINTE DU SLEEPING CASH.....	25
i. <i>Une fatalité dans les fonds cotés qui réduit le TRI</i> .....	25
ii. <i>Les maigres avantages du sleeping cash : réactivité accrue et risque réduit</i> .....	27
iii. <i>La gestion du problème</i> .....	27
D.    REMUNERATION DES EQUIPES.....	31
E.    LES INVESTISSEURS .....	33
i. <i>Une nouvelle classe d'actif</i> .....	33
ii. <i>Un ticket d'accès réduit</i> .....	34
iii. <i>Liquidité</i> .....	34
iv. <i>Le double-levier</i> .....	37
F.    CONTRAINTES ET AVANTAGES DE LA BOURSE .....	38
i. <i>Les opérations sur titre</i> .....	38
ii. <i>Communication et obligations de reporting</i> .....	39
iii. <i>Publicité versus confidentialité</i> .....	41
iv. <i>Visibilité</i> .....	43
G.    VALORISATION DU PORTEFEUILLE.....	44
i. <i>Les problématiques lié à la valorisation</i> .....	44
ii. <i>Décotes et surcotes</i> .....	46
iii. <i>Stock picking et histoires de marché</i> .....	49
iv. <i>Un pilotage du marché ?</i> .....	50
v. <i>Effet « vintage » : La création de valeur se fait sur le long terme</i> .....	51
<b>4. CONCLUSION : QUEL AVENIR POUR LE PE COTE ?.....</b>	<b>55</b>
A.    LA COTATION : UNE DIFFICILE ET COUTEUSE TRANSITION .....	55
B.    LE PROBLEME DE LA PROFONDEUR DU MARCHE .....	56
C.    QUEL AVENIR POUR LES FONDS QUI ONT CHOISI LA COTATION ? .....	58
D.    SE COTER AU BON MOMENT POUR SE PROTEGER DES EVOLUTIONS FUTURES DU MARCHE?.....	59
<b>5. ANNEXES :.....</b>	<b>61</b>
A.    ANNEXE 1 : SOURCES.....	61
B.    ANNEXE 2 : GRAPHES BOURSIERS .....	63

## Remerciements

Nous tenons en premier lieu à remercier tous les professionnels qui nous ont aidés à réaliser ce mémoire et nous ont donné de leur temps pour orienter nos recherches, guider notre réflexion et corriger nos idées fausses :

- Gilbert Saada, membre du directoire d'Eurazéo,
- Dominique Mégret, Directeur général de PAI Partners,
- Monique Cohen, du fonds Apax, Directrice Associée des fonds Altamir et Amboise,
- François Lombard, Président Directeur Général de Turenne Capital Partenaires

Ils ont eu la gentillesse de nous recevoir et pris le temps de répondre à nos questions, nous permettant d'obtenir différents éclairages, tous précieux, sur notre sujet.

Nous adressons aussi nos plus vifs remerciements à nos professeurs, Pascal Quiry, qui a dirigé notre mémoire, et Bruno Husson, pour leurs précieux contacts.

# 1. Introduction

## *a. Problématisation*

« Avantages et inconvénients de la cotation en bourse des fonds de Private Equity » : le sujet de ce mémoire - et c'est bien la raison pour laquelle il nous a séduit - pourrait être une question d'actualité ou le titre d'un article de journal financier. En effet, le phénomène semble, à première vue, extrêmement récent et novateur, et les innovations ne cessent d'affluer sur cette terre encore presque vierge, et qu'il appartient au capitalisme de défricher. Il semble aussi un peu paradoxal : les chantres du PE et des LBO sur entreprises non cotées ne chantent-ils pas sans cesse les mérites de l'investissement privé par opposition aux boursicoteurs court-termistes, et l'attrait de la confidentialité loin des feux de la rampe boursière ?

L'attrait, et le danger, d'un tel sujet tient à ce que la littérature spécialisée et les exemples n'abondent pas : les fonds ayant fait effectivement appel à la bourse se comptent sur les doigts de la main, et la réflexion sur ce thème n'en est qu'à ses balbutiements, faute d'exemples pour la nourrir, et par manque de recul pour appuyer ses hypothèses et ses conclusions. Est-ce donc là un champ théorique encore vierge qui est en train de se développer sous nos yeux, ou finalement, n'est-ce qu'un phénomène anecdotique destiné à demeurer l'exception ?

L'enjeu de ce travail est donc de déterminer les avantages et inconvénients de la cotation des fonds de PE. Mais au-delà de la dichotomie séduisante entre avantages et inconvénients, il apparaît bien vite que ce que l'on observe, ce sont surtout des différences qui ne se révèlent être des avantages et inconvénients qu'au regard d'un contexte particulier. De plus, derrière un sujet qui semble assez univoque, se cache une variété de situations particulières que nous tenterons de catégoriser. Sur un segment naissant, chaque entreprise, chaque stratégie, est un cas à part, répondant aux problématiques particulières d'un contexte donné.

Ce fut sans doute un des aspects les plus intéressants de notre travail que d'établir, au fil de nos entretiens et de notre réflexion, une typologie que nous espérons exhaustive des situations et des outils mis en œuvre dans la cotation des fonds de Private Equity. Si cette diversité a considérablement enrichi notre sujet, elle a également fait largement éclater l'unité relative que nous lui supposions au départ, jusqu'à parfois remettre en cause à nos yeux la légitimité de parler de certains cas radicalement différents les uns des autres dans une même étude. Si nous nous sommes astreints à conserver cette hétérogénéité de situations tout au long de ce mémoire, c'est que nous l'envisageons avant tout comme une « somme », un tableau aussi complet que possible de ces stratégies que la plupart des articles regroupent de façon assez abusive sous l'appellation unique de « cotation des fonds d'investissement ».

Il nous est ainsi apparu qu'il existait trois situations bien distinctes :

- certains fonds cotent leur société de gestion, souvent dans une logique de transmission ou de valorisation du patrimoine des actionnaires historiques.
- d'autres font appel à l'épargne publique pour des véhicules de coinvestissement avec leurs fonds historiques, afin de constituer des pools de financements permanents.
- d'autres enfin sont des entreprises d'investissement historiquement cotées qui peu à peu se recentrent sur le métier de Private Equity.

Les deux premières situations, souvent traitées conjointement dans les articles de presse, sont radicalement différentes l'une de l'autre, que ce soit dans les motivations ou les modalités de ces opérations. En revanche, et malgré des différences importantes, il nous a semblé intéressant de travailler sur les similitudes pouvant exister entre les situations 2 et 3 : car quoiqu'un KKR soit bien loin d'un Eurazéo, il nous est apparu, au fil de notre travail, que les stratégies choisies par l'un et par l'autre pouvaient présenter certains points de convergence.

Un autre enjeu majeur de ce sujet a été de comprendre si cet appel à la bourse constitue purement un choix de modalités de financement, ou si cette manière nouvelle de lever des fonds en faisant appel à l'épargne publique constitue un

tournant qui pourrait affecter en profondeur le fonctionnement et l'activité même du fonds. Là encore, comme nous le verrons, les réponses dépendent assez directement du contexte et des motivations de ces opérations.

Enfin, nous avons pour ambition que ce travail ne se contente pas de lister les différences issues de la cotation en un ennuyeux, voire fastidieux, inventaire à la Prévert : nous souhaitons également comprendre comment, et avec quelle ampleur et quelles conséquences, ce phénomène s'intègre dans l'histoire des formes du capitalisme. S'agit-il d'un phénomène de mode ou d'une tendance de fonds ? De l'émergence d'une nouvelle classe d'actifs ou d'un simple entre-deux destiné à demeurer l'exception ?

### ***b. Démarche***

Notre démarche a consisté en trois mouvements :

- Travail en chambre : réflexion théorique sur les implications du sujet après revue de la littérature et des exemples existants. Ce travail préliminaire nous a permis de rédiger un questionnaire utile pour l'étape suivante, et d'ébaucher un plan de réflexion tout en affinant notre compréhension des enjeux du sujet.
- Entretiens : entretiens auprès de professionnels reconnus du secteur qui ont été amenés à réfléchir à cette problématique. Ces entretiens nous ont permis de corriger nos idées fausses, de hiérarchiser nos arguments et d'en découvrir de nouveaux.
- Recherches complémentaires et rédaction : Sur la base de la matière abondante fournie par les entretiens, nous avons de nouveau interrogé la littérature et les bases de données, afin d'appuyer nos arguments par des faits, puis avons rédigé le présent mémoire.

## 2. Les différentes catégories de fonds cotés

### *a. Un phénomène multiforme*

Le sujet nous invite à traiter de la « cotation en bourse des fonds de Private Equity ». Or sous cette expression simple se dissimule un phénomène multiforme et des réalités très diverses. Une première typologie pourrait segmenter les fonds de Private Equity qui ont eu recours à l'appel public à l'épargne entre trois catégories :

- Les sociétés d'investissement historiques et assez généralistes, plus ou moins présentes sur le marché du Private Equity, telles Eurazéo ou Wendel. Bien qu'elles participent du phénomène Private Equity, ce ne sont pas des « pure players ». Dominique Mégret ne considère pas ces sociétés comme des concurrents directs de PAI, malgré leur développement récent sur le marché du Private Equity, car leurs problématiques diffèrent sur nombre de points.
- La cotation de véhicules de coinvestissement, type KKR ou Apax, motivée essentiellement par la perspective d'un nouveau mode de levée de fonds : lever plus de fonds, de façon evergreen (permanente), auprès de nouvelles « poches » d'investisseurs.
- La cotation des sociétés de gestion, type Blackstone, qui répond essentiellement aux problématiques patrimoniales des équipes de gestion : acquérir une valorisation meilleure des parts des associés dans la société de gestion, et en favoriser la liquidité et la transmission.

Si ces trois types de sociétés ont en commun d'appartenir aux sphères du Private Equity et de la bourse, les problématiques qu'elles rencontrent sont souvent diverses. Nous nous efforcerons par la suite de mettre en lumière la spécificité des différentes catégories au regard des différents thèmes que nous aborderons.

### *b. Les sociétés de participations traditionnelles*

## **i. Principe et fonctionnement**

Nous incluons dans la catégorie des « sociétés de participations traditionnelles » les entreprises historiquement cotées dont l'activité s'est peu à peu orientée, de façon plus ou moins marquée, vers le Private Equity ou l'investissement en général. Bien qu'elles ne soient souvent pas des pure players du Private Equity, il nous a semblé pertinent, compte tenu de l'importance de leurs activités de LBO, de les intégrer dans le champ couvert par notre mémoire.

D'un point de vue pratique et juridique, ces sociétés sont assez classiques, et ce qui nous intéresse c'est la façon dont elles concilient leur activité « nouvelle » de fonds de Private Equity avec leur mode de financement boursier historique. Il est notamment intéressant d'étudier comment ces entreprises cotées font jeu égal avec des fonds non cotés, tout en conservant des spécificités très fortes dans leur fonctionnement, conséquence de leur histoire et de leur statut de société cotée.

Les deux exemples français les plus emblématiques de cette catégorie sont Wendel et Eurazéo. Pourraient également entrer dans cette catégorie certaines sociétés holding diversifiées traditionnelles ou des sociétés cotées spécialisées dans l'accompagnement de LBO (mezzanine, Private Equity...) comme American Capital. Nous avons choisi de nous intéresser tout particulièrement à Eurazéo.

## **ii. Exemple détaillé : Eurazéo**

A l'origine une entreprise de Utilities (gaz et eau), Eurazéo s'est peu à peu transformée en un holding financier typique, prenant tout d'abord des participations minoritaires (plus de 1000 à la fin des années 1980). L'adossement historique à la banque d'affaire Lazard en a fait le bras armé de l'investissement des surplus de cash (nombreux !) de cette dernière. La scission avec Lazard est intervenue au début des années 1980, afin de séparer les actifs d'Eurazéo des activités de la banque, qu'on présentait menacée de nationalisation par la gauche.

Au début des années 2000, la fusion avec EuroFrance et le changement de gouvernance (directoire et conseil de surveillance) marquent un revirement stratégique chez Eurazéo qui se construit depuis comme un acteur majeur du Private Equity français. Parmi les causes de ce changement, il y a d'abord la décote subie par Eurazéo au titre du sentiment de marché que les nombreuses participations minoritaires, aussi judicieusement choisies soient-elles, limitaient la performance d'Eurazéo en ne lui conférant aucun contrôle dans les sociétés cibles.

Le choix stratégique d'Eurazéo en faveur des prises de participations majoritaires via des rachats par effet de levier s'est appuyé sur la conviction que ces opérations bénéficiaient depuis la fin des années 1990 du meilleur triptyque « Risque – Rentabilité – Attrait aux yeux des investisseurs ». Une autre raison de ce choix, bien que largement corrélée à la première, a été le développement spectaculaire du marché du Private Equity en Europe.

Il est ainsi intéressant de voir comment cette situation d'entreprise cotée active sur le segment des LBO est le fruit de l'histoire et de choix stratégiques. Ainsi, dans le cas d'Eurazéo, ce n'est pas le Private Equity qui a dû s'adapter à la bourse, mais une entreprise cotée qui s'est orientée progressivement vers le Private Equity.

Comparaison des performances boursières depuis le 29 mai 2006



### **Principaux actionnaires**

1. Haussmann Percier	17.37 %
2. Crédit Agricole	16.01 %
3. UBS	12.72 %
4. David-Weill	4.31 %
5. Rebelco	4.05 %
6. Autocontrôle	1.08 %
Flottant (estimation)	44%

Il est donc intéressant de remarquer que, si Eurazeo n'a pas des TRI aussi impressionnants que ceux de certains des plus grands fonds non cotés, les performances n'en demeurent pas moins très honorables. Eurazeo surperforme notamment par rapport aux fonds de coinvestissement récemment introduits en bourse.

## ***c. Les véhicules cotés de coinvestissement***

### **i. Principe et fonctionnement**

Cette seconde catégorie réunit des fonds « classiques » qui ont opté, à un moment donné de leur histoire, pour la levée en bourse de fonds de coinvestissement. Ces fonds de coinvestissements cotés en bourses sont structurés juridiquement en sociétés en commandite par actions, dont le commandité est la société de gestion et les commanditaires les multiples actionnaires qui ont souscrit au fonds via ses levées en bourse. Coexistent donc, dans ce modèle, des fonds classiques et des véhicules cotés, les actionnaires des véhicules cotés renonçant donc – tout comme les investisseurs directs d'un fonds non coté – à toute forme de pouvoir au profit de la société de gestion, qui décide des investissements, des distributions de dividendes, etc.

Il est intéressant de noter que le véhicule est lié à la société de gestion par un contrat de conseil exclusif, et rémunère ladite société selon des modalités proches de celles observées pour les fonds classiques (carried interest et management fees représentant un pourcentage des fonds sous gestion). De plus, il est souvent écrit dans les statuts des véhicules cotés qu'ils coinvestissent « pari passu » avec les

fonds classiques dans tous les nouveaux investissements sélectionnés par la société de gestion, et selon un pourcentage variable mais parfois prédéterminé.

Enfin, notons que certains de ces fonds cotés se réservent le droit de pratiquer des investissements alternatifs, qui ne ressortent pas du seul Private equity, mais qui confèrent une certaine flexibilité dans la gestion du cash.

## ii. De nombreux exemples d'un phénomène récent

Les exemples abondent dans cette catégorie. Ainsi, et pour ne citer qu'eux,

- Apax (Altamir en 1995, et Amboise en mars 2006),
- KKR (KKR PE investors, 4.8 Md\$, mai 2006),
- Turenne Capital (Turenne Investissements, environ 20 m€, décembre 2006),
- Partners Group (mars 2006, 504 mFS),
- Appollo (Appollo Alternative Assets, Juin 2006, 2Md\$)

ont tous récemment fait appel à l'épargne publique pour se financer.

A ceux là, on peut rajouter certains fonds cotés déjà depuis plusieurs années (bien que ce soit déjà le cas d'Altamir, mentionné ci-dessus), tels que American Capital et 3i Group.

Comme en témoignent les graphes des parcours boursiers des fonds (cf annexe 2), la réussite des premiers mois de cotation est restée pour l'instant assez mitigée. Néanmoins, il ne nous semble pas que ces quelques exemples soient suffisants pour en déduire l'inanité du modèle :

- Le nombre d'introductions observées est insuffisant pour constituer un échantillon représentatif,
- Les fonds nouvellement cotés sont touchés de plein fouet par le problème du sleeping cash (que nous détaillerons plus loin),
- Les frais d'introduction et les management fees de la société de gestion, imputés immédiatement sur le fonds nouvellement coté, font baisser « mécaniquement » sa valeur,

- Comme nous l'étudierons par la suite, le modèle du Private Equity prend surtout sens dans un investissement « long terme ».

En outre, selon Monique Cohen et Dominique Mégret, KKR a profité d'un effet d'aubaine sans précédent tant lié à son nom qu'aux attentes du marché à ce moment précis. En levant près de trois fois le montant initialement prévu, KKR a littéralement asséché momentanément le cash disponible pour ce type d'actif.

La conjonction de ces deux phénomènes explique probablement que d'autres fonds majeurs tels que TPG, EQT, CVC, Doughty Hanson ou Carlyle, qui envisageaient également un recours au financement boursier, aient renoncé (ou repoussé) à ce type d'opération : d'une part le marché était sec, d'autre part le succès mitigé des premier mois en bourse de KKR a incité à la prudence et tempéré l'enthousiasme de ceux qui envisageaient cette solution.

#### ***d. La cotation d'une société de gestion : le cas Blackstone***

En mars 2007, Blackstone, l'un des leaders du marché du PE, a annoncé son intention d'introduire en bourse, non pas un fonds de coinvestissement, mais sa société de gestion, c'est-à-dire la société employant l'équipe de gestion et percevant les management fees pour ses prestations de conseil ainsi que la plus value sur la part des investissements sponsorisée par l'équipe de gestion. Il s'agit donc d'une opération d'un nouveau type, qui rentre dans le cadre de notre étude sur l'introduction en bourse du PE, mais répond à des problématiques très différentes à bien des égards.

Classer Blackstone dans la catégorie de pur acteur Private Equity est un peu abusif, car si Blackstone gère des fonds de PE de 31M\$, le fonds pratique également d'autres formes d'investissements (Immobilier, Dette etc...) sur une surface financière de 37M\$. Blackstone a également une activité de conseil en fusions-acquisitions.

A l'issue de l'opération, la société cotée sera l'équivalent américain d'une société en commandite par action, le contrôle demeurant aux mains des fondateurs. A cette société, les dirigeants ont transféré (en échange d'actions) leurs parts des anciens holdings. Cette société réalise donc un revenu, ainsi qu'un généreux bénéfice, au travers :

- Des management fees perçus au titre de la gestion des fonds,
- Des carried interests (intéressement à la performance des investissements), qui ont été transférés à la société
- Des activités de conseil en M&A

L'objectif est de lever de nouveaux fonds, mais également de transférer une partie de la propriété des fondateurs historiques au marché (10 à 15%).

Les motivations avancées par Blackstone pour justifier son introduction en bourse sont les suivantes :

- Avoir accès à des fonds permanents et pérenniser son activité de société de gestion
- Améliorer la « marque » Blackstone et sa visibilité
- Obtenir une « monnaie papier » dans le cadre de stratégies d'acquisitions futures
- Obtenir avec les actions un nouveau type d'incentive pour les équipes, basé sur la performance globale de la firme
- Permettre la monétisation à terme de la part du capital aujourd'hui détenue par les dirigeants/fondateurs.

Or il semble que ce soit essentiellement cette dernière raison qui justifie cette opération sans précédent. En effet, un fonds comme Blackstone se trouve confronté à une triple problématique :

- Pérennisation de la société
- Transmission patrimoniale, à terme, par l'équipe dirigeante actuelle
- Monétisation des parts de la société de gestion détenues par les dirigeants/fondateur

De plus, cette opération permet, en faisant appel au marché, de donner une valeur aux cash flows futurs de la société de gestion. En effet, la réorganisation, préalable à l'IPO, a permis de « transformer » en EBIT les carried interest et les Management Fees de la société de gestion, et la société sera notamment valorisée par un multiple de cet EBIT. Les fondateurs/dirigeants peuvent ainsi réaliser aujourd'hui une part importante des gains qui seront générés demain. Dans ces conditions, on comprend mieux que M. Schwarzman se contente dorénavant, comme précisé dans la note d'introduction, d'un salaire annuel de 350 000\$ (contre 300 000 000\$ auparavant).

L'IPO Blackstone correspond donc à une opération sans précédent dans le monde du PE. De son succès dépendront probablement :

- L'occurrence de nouvelles opérations du même type,
- Les modalités d'introduction en bourse des sociétés de gestion.

D'ores et déjà, la rumeur court dans les milieux de la finance qu'un autre fond majeur étudierait les modalités d'une IPO similaire (les noms d'Appollo et KKR sont fréquemment cités). De même, début mai, une rumeur persistante a circulé à propos de Texas Pacific Group : des parts de la société de gestion pourraient être vendues à certains fonds de pensions déjà présents dans le financement des fonds, en prélude à une introduction en bourse. Cette rumeur a néanmoins été démentie par TPG.

### ***e. La relative perméabilité de ces catégories***

Il est intéressant de noter que, pour réelle et persistante sur l'ensemble des questions abordées que soit cette typologie, les différents types d'acteurs que nous avons identifiés sont loin de constituer des compartiments parfaitement étanches et étrangers les uns aux autres. En effet - et quoique les professionnels que nous avons rencontrés aient toujours fait plus valoir les éléments de différenciation de leur fonds par rapport aux autres types de fonds que les points de rapprochement - il nous est apparu à plusieurs occasions que les acteurs d'une catégorie donnée pouvaient se « transformer », que ce soit radicalement ou de manière très discrète, et changer ainsi de catégorie, ou du moins en atténuer les frontières que tout le

monde souhaitait voir si nettes. Mais ici, les exemples seront plus clairs que les arguments abstraits.

Ainsi, grâce à sa cotation opérée en 1997, American Capital, qui jusqu'alors se cantonnait à un rôle de conseil en investissement de Private Equity, à l'instar de la plupart des sociétés de gestion de fonds, a pu lever les fonds nécessaires pour se transformer en investisseur direct. A tel point que American Capital nous apparaît aujourd'hui comme étant le seul exemple à notre connaissance d'un fonds de PE entièrement coté : par 25 levées de fonds sur 10 ans, American Capital est devenu un acteur de premier plan de ce secteur, fonctionnant entièrement par recours aux marchés boursiers. Ceci illustre bien une sorte de migration du type « fonds classique » vers le type « holding coté ».

On pourrait d'ailleurs parfaitement imaginer à terme que les fonds qui choisissent, tels Blackstone, de coter leur société de gestion, finissent par utiliser cette vitrine cotée pour lever directement des fonds en bourse, rendant partiellement ou totalement inutile le recours direct aux investisseurs institutionnels. On voit là encore que, bien que répondant à une logique complètement différente, la cotation de la société de gestion peut ainsi, dans une certaine mesure, être perçue comme rendant possible un recours ultérieur à la bourse, et pas seulement comme répondant à des problématiques de liquidité patrimoniale pour les associés historiques.

Le même chemin est d'ailleurs possible en sens inverse, comme nous l'avons laissé entendre François Lombard : Turenne Capital s'est pour l'instant contenté de coter un de ses fonds, tout en laissant dans les statuts la possibilité pour ce fonds de se porter, dans un futur proche, acquéreur de la société de gestion. Ainsi absorbée, la société de gestion deviendrait du même coup « cotée », résolvant les problèmes de valorisation et de liquidité intéressant l'équipe dirigeante de Turenne Capital.

Complètement à l'opposé de cette recherche de la bourse, Eurazéo, afin d'acquérir une flexibilité supplémentaire, d'optimiser sa gestion du cash et des opportunités, mais aussi pour affirmer son nom dans le monde des investisseurs, a levé, en parallèle du holding coté, un fonds de Private Equity « classique », directement

auprès d'institutionnels. Ce faisant, l'équipe d'Eurazéo réalisait le chemin exactement inverse de celui suivi par les fonds évoqués auparavant tels KKR, Apax, 3i, etc. A tel point que ce mouvement croisé a poussé Gilbert Saada à évoquer l'existence possible d'une sorte de point d'équilibre optimal entre les ressources cotées et non-cotées. Un tel point d'équilibre, loin d'être unique, dépendrait bien sûr de l'histoire et des stratégies de chaque acteur, mais une telle théorie semble aller dans le même sens que l'objectif affiché par Apax de développer sur le long terme la bourse comme source de financement pour atteindre 30% environ des fonds gérés.

Ainsi, voici posé le décor complexe de ce que l'on entend habituellement, de façon un peu simplifiée, par « fonds de Private Equity cotés ». Sous cette unique appellation se cachent trois réalités distinctes mais non exclusives les unes des autres. Il faudra garder cette typologie à l'esprit lorsque nous développerons, dans la suite de cette étude, les avantages et inconvénients liés à l'appel public à l'épargne par des fonds de capital investissement.

### 3. Avantages et inconvénients de la cotations des fonds

#### *a. En guise d'introduction...*

Nous voudrions d'ores et déjà mentionner deux écueils principaux que nous avons rencontrés au cours de notre recherche :

- Le premier concerne les trois catégories de PE cotés identifiées ci-avant et leur hétérogénéité relative. Nous essaierons autant que faire se peut, au risque parfois de nuire à lisibilité du rapport, de faire la distinction, dans les arguments avancés, entre ces différents types de PE cotés.
- Le second tient à l'éternel problème de l'adéquation entre théorie et pratique. Avant de réaliser les entretiens qui nous ont permis de confronter nos idées à la réalité, nous avons, dans le cadre de notre réflexion, bâti des raisonnements théoriques qui ont souvent laissé de marbre ou fait sourire les praticiens que nous avons rencontrés par la suite. Nous ne pouvons nous résoudre à jeter le bébé théorique avec l'eau du bain de la pratique, et mentionnerons donc régulièrement ces arguments, justes dans la théorie, mais qui n'ont qu'un impact marginal ou nul dans la prise de décision pratique. Dans l'optique d'une réflexion aussi exhaustive que possible sur ces sujets, il nous est apparu en effet légitime d'observer et d'analyser l'ensemble des impacts que peut avoir la cotation d'un fonds sur son fonctionnement, et ce, même si ces impacts sont considérés comme négligeables ou à la marge par les professionnels du secteurs. Cela nous est apparu d'autant plus nécessaire que certains points considérés comme marginaux dans certains cas se sont révélés être centraux dans d'autres, et vice versa.

#### *b. Un fonds Evergreen*

##### **i. Lever des fonds supplémentaires auprès d'investisseurs nouveaux**

Le premier élément qui justifie l'appel fait à la bourse par les fonds de Private Equity est bien évidemment que cet appel est une réponse à leur problématique de financement. Du fait de l'activité même des fonds de Private Equity, la question de la levée des fonds à investir est centrale. L'appel à la bourse constitue alors une alternative (ou un complément) non négligeable par rapport aux investisseurs classiques du Private Equity : banques, asset managers, fonds de pensions...

Pouvoir lever des fonds supplémentaires auprès d'investisseurs différents constitue indubitablement un avantage pour les trois catégories de fonds cotés identifiées, mais prend tout son sens dans le cadre des véhicules de coinvestissement. Ainsi, Monique Cohen explique la genèse d'Altamir, en 1995, par la difficulté conjoncturelle à lever un fonds auprès d'investisseurs institutionnels. Apax aurait alors décidé de se tourner vers la bourse et vers de nouveaux investisseurs.

De même, Monique Cohen et Dominique Mégret s'accordent pour dire que c'est la motivation majeure justifiant l'appel massif à l'épargne fait en 2006 par KKR. En effet, la liquidité de la bourse et la moindre taille des tickets d'entrée permettent de toucher de nouvelles poches d'investisseurs, et ainsi de trouver un relais de croissance pour augmenter la taille des fonds gérés ainsi que la « force de frappe » de la société de gestion (et accessoirement la rémunération de ses gérants) sans trop cannibaliser les sources traditionnelles de fonds des PE classiques.

En ce qui concerne les investisseurs, il convient de remarquer que si les petits porteurs constituent une part non négligeable des souscripteurs (American Capital compte 70% d'actionnaires individuels personnes physiques), les investisseurs institutionnels « traditionnels » du PE demeurent très présents. Mais au sein de ces investisseurs traditionnels, ce sont souvent des équipes d'Asset Management différentes qui choisissent de participer aux fonds cotés : l'investisseur reste le même, mais l'interlocuteur diffère, de même que les pools de ressources visés, puisqu'un tel investissement n'est plus considéré comme du pur Private Equity, mais plutôt comme un investissement boursier liquide. Toucher des classes d'investisseurs non-présents dans le PE traditionnel reste néanmoins un objectif important dans ces opérations.

Ainsi, au-delà du simple avantage d'une nouvelle source de fonds, la cotation en bourse permet également de diversifier les types d'investisseurs auxquels les fonds peuvent s'adresser. Cette diversification pourrait s'avérer une belle protection en cas de phénomène adverse affectant la capacité et/ou la volonté des investisseurs traditionnels (type fonds de pension) à investir dans le Private Equity : dans ce cas, le fait de ne pas dépendre d'un seul « pool » d'investisseur donnerait un avantage compétitif certain aux fonds ayant opté pour la cotation, et cela, sans compter que les ressources Evergreen levées en bourse sont par nature plus pérennes, et moins sensibles à la conjoncture ou aux performances que celles levées périodiquement.

Ainsi, la recherche d'investisseurs différents et de nouvelles capacités de financement constituent un avantage indéniable pour les fonds de Private Equity qui optent pour la cotation.

## **ii. Des fonds permanents, sans recours périodique au marché**

Le second avantage majeur de la cotation des fonds de Private Equity concerne l'aspect « Evergreen » (permanent) des fonds ainsi levés : la société de gestion pérennise son activité en pérennisant les fonds sous sa gestion, et acquiert du même coup une indépendance relative vis-à-vis du marché des investisseurs institutionnels (qui sont les seuls clients des fonds de PE « classiques »). Cet avantage concerne essentiellement les fonds historiquement cotés de même que les véhicules de coinvestissement.

Cet accès à des fonds permanents est l'une des principales motivations mises en avant par Turenne Capital pour justifier son introduction en bourse. De la même façon, Gilbert Saada souligne que la qualité evergreen des fonds sous gestion modifie profondément la logique de fonctionnement d'Eurazéo par rapport aux fonds PE « classiques », dans la mesure où il ne procède pas à des levées de fonds régulières, mais vit sur son bilan d'ancienne société industrielle. L'ensemble est donc

largement géré dans une logique de fructification patrimoniale de « grosse tirelire qui grossit ».

Envisageant la question sous un autre angle, Dominique Mégret considère que le principal impact induit sur le fonctionnement des équipes par les fonds Evergreen, par rapport aux fonds périodiques « classiques », réside dans l'appréciation, par les équipes de gestion, du risque lié à la performance des investissements et à la pérennité des ressources :

- Le recours périodique au marché conditionne la pérennité et le développement du fonds à sa performance et à celle du secteur, ainsi qu'à l'appétence du marché pour ce type de produits. Ce risque constitue un incentive négatif important pour les fonds. (Mais un tel mécanisme est sans doute assez sain dans ses effets sur les équipes de gestion et sur le secteur en général : être très bon, mais raisonnable et stable dans sa performance).
- Inversement, l'introduction en bourse qui rend permanents les fonds ainsi levés fait disparaître ce risque et cet incentive. En effet, si à long terme la performance des investissements passés influe évidemment sur le cours de bourse et les montants disponibles pour l'investissement, à court et moyen terme, la menace de se retrouver incapable de lever un nouveau fonds, que ce soit pour des raisons de conjoncture ou pour des causes propres au fonds ou à ses investisseurs, semble bel et bien écartée.

On court donc (en théorie du moins, car la cotation autorise la mise en place d'autres types d'incentives extrêmement juteux pour l'équipe) le risque de perdre en performance des équipes, mais on se protège contre une éventuelle dégradation du secteur. La décision de cotation est donc sans doute largement influencée par le sentiment du marché à l'égard du PE, et par les performances pour le moment excellentes des fonds.

Ainsi, si l'avantage des fonds evergreen semble évident pour l'équipe de la société de gestion, il demeure le risque de voir se dégrader la qualité des investissements en atténuant la sanction infligée à l'équipe de gestion le cas échéant.

### **iii. Une plus grande souplesse dans la durée des participations ?**

L'un des avantages de la cotation mis en avant par Gilbert Saada concerne la souplesse dans la durée des participations. N'étant pas tenu de rendre l'argent à intervalle régulier à ses investisseurs, le fonds pourrait ainsi choisir d'investir à plus long terme, et ne serait pas parfois obligé de faire des sorties peu opportunes uniquement pour répondre à des contraintes de calendrier.

Ainsi, la permanence des capitaux et l'absence d'obligation de sortie à horizon défini permettraient de prendre des participations de long terme dans les secteurs qui l'exigent de part la nature de leur business (infrastructures, BTP...), mais également dans des activités dont le caractère cyclique (comme par exemple l'édition de livre scolaire, industrie qui vit largement au rythme des réformes des programmes) pourrait rebuter un investisseur de Private Equity classique, qui risquerait de se retrouver contraint de sortir au plus bas.

Cependant, Dominique Mégret considère que l'idée d'un fonds Evergreen qui permettrait de rallonger et d'optimiser la durée de détention des participations doit être largement tempérée :

- d'une part, les faits montrent que le timing des investissements des PE cotés reste globalement identique à ce qu'il était avant la cotation, ou à celui de leurs comparables non cotés.
- d'autre part, un fonds non coté lève généralement des fonds sur 8-10 ans, souvent extensibles de quelques années, et investi en général sur les 3-4 premières années du fonds : la durée de vie d'un investissement, si les circonstances l'imposent, peut donc atteindre 7 à 10 ans, ce qui est déjà du « long terme ».

Quoiqu'il en soit, l'argument de l'horizon d'investissement demeure un avantage marketing certain, destiné à rassurer – souvent avec succès – les interlocuteurs du fonds coté, et à lui assurer un élément de différenciation par rapport à ses éventuels concurrents non cotés sur une opération. Ainsi, en terme de négociation et de marketing vis à vis des cibles ou des autorités, cette possibilité d'accompagnement sur le long terme constitue un atout important par rapport aux investisseurs PE classiques. Cet atout ne concerne bien évidemment pas les véhicules de coinvestissement, dont l'activité et la durée des cycles d'investissements est organiquement liée à celle des fonds classiques qu'ils accompagnent.

#### **iv. Souplesse dans le choix des investissements**

De plus, la cotation du fonds permet, sous réserve de bien expliquer au marché la rationalité de ses choix, de pouvoir investir dans des actifs beaucoup plus diversifiés qu'un PE classique, qui ne vend à ses investisseurs qu'une classe d'actifs bien définie. Cette flexibilité permet une allocation risque-rentabilité optimale, et autorise également une grande souplesse pour profiter des opportunités qui peuvent se présenter : prises de participations minoritaires dans des sociétés cotées ou non cotées, investissements immobiliers, etc.

Cette flexibilité n'est néanmoins revendiquée que par peu de véhicules de coinvestissement (tandis qu'elle est un atout mis en avant par les sociétés de participations). Toutefois, KKR, dans sa note d'introduction, propose de consacrer jusqu'à 25% du cash levé pour des « investissements » opportunistes : des participations minoritaires en equity, ou encore des financements mezzanine ou des high yield bonds. Ils justifient ce choix par l'accès privilégié que peut avoir l'équipe de gestion du fonds de PE pour détecter et participer à de tels investissements du fait de leur activité centrale (C'est d'ailleurs le choix qui avait été fait par American Capital il y a plusieurs années lors de son revirement stratégique.). Certains analystes demeurent méfiants face à cette diversification au-delà du cœur de métier de KKR. Cependant, il est incontestable que la diversification vers des placements liquides à haut rendement pourrait, dans l'avenir, constituer une méthode efficace (bien que risquée) pour atténuer l'effet négatif du sleeping cash sur le TRI.

## **v. Coût des levée de fonds**

Il est difficile de comparer directement les coûts de la levée de fonds dans les deux options PE classique/ PE coté. En effet, selon leur taille, leur renommée, la période de la levée, la taille du fonds levé, les coûts encourus diffèrent sensiblement. De plus, les coûts ne sont pas seulement monétaires, mais se comptent aussi en « capital humain mobilisé », dans un métier où celui-ci est précieux.

Pour les PE classique, le coût de lever des fonds directement auprès d'investisseurs est important, en terme financier d'une part, et surtout en terme de capital humain : pour chaque fonds à lever, un Road Show compte de 100 à 300 meetings, qui doivent être animés par des professionnels expérimentés et reconnus comme tels par leurs interlocuteurs. Autant de ressources et de temps perdu pour l'activité essentielle du fonds : investir.

Les fonds levés en bourse exigent un investissement plus important (que ce soit en terme monétaire ou de capital humain), mais non récurrent.

François Lombard de Turenne nous fournit une comparaison chiffrée des coûts monétaires. Lever des fonds par la voie classique des PE (road show) revient à environ 2% des fonds levés, sans compter l'investissement humain nécessaire pour mener à bien cette opération. Ces frais sont supportés par la société de gestion. De plus, afin de crédibiliser l'opération, la société de gestion doit se porter sponsor, et ce à chaque levée de fonds, pour un montant représentant quelque pourcents du fonds levé.

Lever des fonds en bourse coûte, en terme de frais d'IPO, de 6 à 10% des fonds levés, ce qui est nettement supérieur. Cela constitue un engagement initial important, mais qui peut être amorti sur le long terme en cas d'augmentations de capital ultérieures. A cela, il convient de rajouter la contrainte d'un contrat de liquidité qui peut immobiliser jusqu'à 10% des fonds levés dans le cas d'opérations de taille réduite. Le problème (ou l'avantage, c'est selon), est que l'ensemble de ces frais sont

supportés directement et instantanément par le fonds nouvellement créé, ce qui l'ampute d'autant, et insuffle une pression baissière significative sur le cours de bourse, puisque la coquille créée avec 100 ne vaut déjà plus que 85 ou 90 !

L'arbitrage financier doit donc se faire entre une introduction en bourse représentant un investissement initial significatif mais amorti sur le long terme et un appel périodique aux investisseurs pour constituer de nouveaux fonds, qui coûte moins cher en proportion mais est récurrent et consomme un capital humain important.

### ***c. La contrainte du sleeping cash***

#### **i. Une fatalité dans les fonds cotés qui réduit le TRI**

Ce que l'on nomme le sleeping cash, c'est la situation de trésorerie, structurellement positive, du véhicule coté en bourse.

En effet, un fonds de PE classique n'a que peu ou pas de trésorerie : les fonds souscrits par les investisseurs sont appelés lors du paiement de l'investissement et retournés (avec plus-value) aux investisseurs dès la sortie de l'investissement.

En revanche, un véhicule coté ne peut fonctionner ainsi : les fonds levés sont en grande partie reçus par le fonds lors de l'introduction en bourse ou lors de l'augmentation de capital, et ces fonds ne peuvent être retournés aux actionnaires (si tant est que le fonds décide de le faire) qu'à l'occasion de rachats d'actions, réductions de capital, dissolution de la société ou distributions de dividendes. D'autant que l'argent récolté lors des sorties d'investissement a vocation à être principalement réinvesti dans de nouveaux investissements, puisque tel est le principe même du fonds « evergreen ».

Ce cash non investi, que ce soit au moment de la levée de fonds initiale ou au cours de la vie du fonds, ampute mécaniquement le TRI du véhicule coté pourvu qu'il ne soit pas placé dans des produits financiers à rendement équivalent. Par exemple, un

fonds ayant 75% de ses liquidités investies dans des participations avec un TRI de 30% et 25% de sleeping cash en moyenne placé à un taux sans risque de 3%, aura un TRI de 23,25%. Sans doute ce moindre TRI est-il le prix à payer en échange de la liquidité des participations des investisseurs et du risque par conséquent réduit lié à cette forme de placement.

Cette partie va donc tenter d'expliquer comment et quand se manifeste l'inconvénient majeur du sleeping cash, mais également d'identifier les différentes stratégies mises en œuvre par les fonds qui optent pour la cotation afin d'en limiter les effets négatifs.

### **1. Le sleeping cash de levée**

Le problème du sleeping cash se pose avec le plus d'acuité au moment de la levée de fonds initiale. En effet, en l'absence de toute mesure adaptée, au moment où le cash est appelé, le fonds se retrouve avec 100% de sleeping cash !

Le problème du sleeping cash de levée, même si l'ingénierie financière redouble d'ingéniosité pour le réduire comme nous l'expliquerons plus loin, est un obstacle majeur à l'introduction des fonds en bourse :

- Il conduit presque inévitablement à une décote sensible, qui pénalise les investisseurs initiaux.
- Il grève les résultats des premiers mois du fonds coté en terme de TRI, et donc sa réputation auprès des investisseurs.
- Il peut représenter un incentive pervers pour la société de gestion : à vouloir investir trop vite pour réduire le sleeping cash, le risque est d'investir mal.

### **2. Le sleeping cash lors des cycles d'investissement**

Au cours de la vie du fonds coté, le sleeping cash s'explique par la non coïncidence entre les sorties et les prises de participation : même si un embryon de planification est envisageable en ce qui concerne le calendrier des entrées et des sorties, cette planification ne peut évidemment supprimer le sleeping cash, du fait de la nature opportuniste et imprévisible de l'activité de fonds d'investissement. De plus, ce

sleeping cash est en partie souhaitable et nécessaire, car il constitue la « force de frappe » du fonds et son habilité à saisir rapidement les opportunités d'investissements qui se présentent.

## **ii. Les maigres avantages du sleeping cash : réactivité accrue et risque réduit**

La cotation, et le sleeping cash induit, présentent un avantage notable dans les opérations nécessitant une grande rapidité d'action et une forte confidentialité, en particulier les OPA. En effet, le fait d'avoir le cash déjà disponible permet d'acquérir rapidement et discrètement des positions en bourse, quand l'appel des fonds souscrits prendrait au minimum une quinzaine de jours, et compromettrait la confidentialité – et donc le succès – de telles opérations.

De même, en théorie financière pure, ce sleeping cash réduit le risque lié à l'actif économique en même temps qu'il réduit le TRI. Néanmoins, cet argument demeure largement théorique, d'autant que les investisseurs qui choisissent de miser sur le PE coté ne recherchent pas nécessairement un portefeuille constitué d'actifs sans risque qui contrebalanceraient des positions à fort risque. Cela explique néanmoins pourquoi les TRI des fonds cotés, significativement inférieurs à ceux des fonds « classiques », demeurent acceptables au regard de ce profil de risque réduit par la présence de cash.

## **iii. La gestion du problème**

La gestion du sleeping cash est sans doute l'une des clés du succès, ou la principale pierre d'achoppement du système. Il faut redoubler d'imagination et utiliser toute la palette de l'ingénierie financière afin de minimiser le problème.

### **1. Le sleeping cash résultant de la levée initiale de fonds**

Monique Cohen confirme que l'apport massif de cash issu de la levée initiale du fonds ne peut être investi immédiatement, surtout compte tenu des règles statutaires

de coinvestissement d'Altamir et Amboise, les pourcentages de coinvestissement respectifs étant précisément établis afin d'éviter toute forme de « stock picking ».

Pour néanmoins réduire l'effet négatif sur le cours (et le retour pour les investisseurs) de ce sleeping cash, Monique Cohen a utilisé deux méthodes originales lors de l'IPO d'Amboise :

- La première méthode était la constitution ex ante d'un début de portefeuille de participations via le parking de ces parts d'investissement dans d'autres fonds qui les ont cédées dès l'IPO à Amboise pour un prix correspondant au prix d'acquisition majoré des frais de portage. Dès son introduction, et tout en respectant les règles de coinvestissement, Amboise était donc partiellement rempli d'investissements sur lesquels la bourse avait déjà une visibilité de plusieurs mois (argument de marketing boursier important).
- La deuxième méthode a consisté à adjoindre lors de l'IPO deux BSA à chaque action créée, de maturité respective 1 an et 2 ans, donnant droit à l'acquisition d'actions à un prix correspondant au cours de bourse minoré de 15%. Ainsi, Amboise a pu étaler dans le temps un montant correspondant à 50% de la levée initiale. L'autre avantage de ce dispositif est qu'il permet :
  - De lever ultérieurement de nouveaux capitaux de façon quasiment certaine.
  - De fournir un incentive au marché pour souscrire dès son introduction au fonds coté.

Ces deux méthodes utilisées pour l'IPO d'Amboise ont permis de réduire le problème du sleeping cash par rapport à Altamir. Ces mêmes méthodes ont été utilisées par Turenne Capital et d'autres fonds tels qu'American Capital.

## **2. Le Placement des liquidités**

La gestion du sleeping cash (et en particulier sa minimisation) devient donc une problématique cruciale dans la gestion du fonds. La question qui se pose est double : comment minimiser la quantité de sleeping cash contenue dans le véhicule coté, et

où placer le sleeping cash résiduel. Les réponses apportées par les différents interlocuteurs que nous avons rencontrés varient assez peu.

Selon Monique Cohen, la gestion du sleeping cash implique des prévisions en matière de calendrier des entrées et des sorties et la détermination en fonction de ce calendrier, tous les 6 mois, du pourcentage de coinvestissement d'Altamir et Amboise aux investissements réalisés par la société de gestion d'Apax. L'idée est bien sûr d'ajuster les parts d'investissement des différents fonds en fonction du cash disponible dans chacun d'eux, tout en conservant vis à vis du marché et des investisseurs une ligne de conduite clairement définie quant à la gestion des pourcentages de coinvestissement.

Le sleeping cash résiduel des fonds d'Apax est placé exclusivement dans des produits monétaires sans risque : les actionnaires n'attendent pas des fonds cotés qu'ils pratiquent une gestion de patrimoine agressive (et donc risquée) qui ne serait plus leur métier, et toute perte sèche sur un placement ne correspondant pas au cœur de métier du fonds coté ne pourrait se traduire que par une grande défiance du marché, ce qu'il convient d'éviter à tout prix.

Chez Eurazéo, la problématique du sleeping cash est assez particulière voire accessoire, dans la mesure où il ne s'agit pas de cash fraîchement levé en attente d'être investi, mais simplement du résultat conjoncturel mais inévitable des décalages entre les cessions et les nouvelles prises de participations. Ce sleeping cash est ainsi corrélé au timing des investissements, et varie fortement d'une année sur l'autre (458 m€ fin 2006 contre 1204 m€ fin 2005).

De façon à limiter ce cash disponible, et dans une problématique de marketing boursier et de coût des fonds propres, Eurazéo a effectué en 2005 un versement de dividendes exceptionnels afin de rétrocéder aux actionnaires une part de ce cash excédentaire (nombreuses cessions) et inutilisé.

D'un autre côté, les actionnaires d'Eurazéo acceptent ce stock de cash fluctuant comme une aisance nécessaire voire indispensable au métier d'Eurazéo, dans un

marché en forte croissance, et ne poussent guère à la distribution massive de dividendes.

Eurazéo place donc son cash en actifs sans risque, autour de 3% :

- Afin de conserver une marge de manœuvre significative en vue de nouveaux investissements.
- Afin de conserver une image claire au yeux du marché : Eurazéo est un investisseur actif, pas un asset manager.

Bien conscient également du problème du sleeping cash, Turenne Investissement a placé une partie de son cash dans un indice regroupant les principaux fonds de PE cotés, Privex. Les rendements attendus – et pour l’instant obtenus – sur cet index sont en effet proches de ceux d’un fonds de PE, ce qui permet de limiter l’effet de levier négatif de ce sleeping cash. Cela conduit en revanche à perdre l’effet de réduction du risque mentionné ci-dessus et existant chez Eurazéo ou Apax.

La réponse apportée par KKR à ce problème n’a pas été de chercher à placer ce cash à tel ou tel taux, mais de s’autoriser à investir, selon les opportunités et les ressources disponibles, dans d’autres formes d’actifs : high yields, immobiliers, etc.

Bref, si une certaine planification des investissements est possible, et sans aucun doute nécessaire, elle ne suffit pas à supprimer le problème du sleeping cash. Se pose alors la question de l’emploi de ces ressources en attente d’être investies : Apax et Eurazéo jouent la carte de la prudence, Turenne celle de la « classe d’actifs », KKR celle de la diversification et de l’accès privilégié à de nouvelles opportunités.

Il nous est apparu, au cours de notre étude et au travers des différents entretiens réalisés, que le problème du sleeping cash était probablement le principal inconvénient du PE coté : en effet, le TRI est l’indicateur de performance le plus utilisé pour juger de la performance des fonds, et le sleeping cash réduit drastiquement ce TRI (compensant les effets positifs du levier au niveau des investissements par un levier négatif au niveau du holding de tête). Sans doute la

gestion du sleeping est-il le domaine où la place pour l'innovation d'ingénierie financière est la plus vaste.

#### ***d. Rémunération des équipes***

La question de la rémunération des équipes de la société de gestion, et notamment des dirigeants, est au centre de la problématique de la cotation des fonds de PE (sauf dans le cas des véhicules cotés de coinvestissement). Malheureusement, c'est également le sujet sur lequel il est le plus délicat, et le plus difficile, d'obtenir une information fiable. Nos arguments sont donc principalement basés sur des suppositions et des ouï-dire.

Ce problème est très probablement un problème central pour les raisons suivantes :

- Les sociétés de Private Equity sont des sociétés dont la valeur repose sur le capital humain : en ce domaine (comme dans bien d'autres), il n'est de valeur que d'hommes. Attirer et conserver les meilleurs professionnels est crucial dans le secteur du Private Equity.
- Les rémunérations dans ce secteur défient toute concurrence depuis quelques années. A titre d'exemple (exceptionnel, certes), citons Mr. Schwarzman (Blackstone) qui aurait perçu en 2006 une rémunération supérieure à 300m\$, ce qui représente tout de même 0,5% des fonds gérés à cette date, PE et immobilier confondus.

La question qui se pose est alors de savoir :

- si la bourse tolèrera le niveau de rémunération des collaborateurs qu'on observe dans le Private Equity non coté,
- si cette question de la rémunération influe sur la décision de se coter ou non.

En ce qui concerne la première question, il nous semble qu'il sera délicat à terme de maintenir le niveau actuel de rémunération pour les collaborateurs d'une société cotée :

- La cotation de la société de gestion impose une forme de communication sur la rémunération des collaborateurs/dirigeants.
- Comment justifier en cas de baisse de la performance du fonds (ce qui arrivera tôt ou tard) ces rémunérations qui amputent d'autant les TRI des actionnaires ?
- Comment justifier ces rémunérations face à la pression sociale (et syndicale ?) des entreprises rachetées dont les représentants des employés ne manqueront pas mettre en avant le niveau de ces rémunérations.

A titre d'exemple des interrogations qui existent autour de la question des rémunérations, citons la note d'introduction de Blackstone, qui précise que :

- Une part de carried interest va continuer à être reversée aux dirigeant/fondateurs, de façon à aligner leur système d'incentive sur la rentabilité des investissements réalisés.
- Il existe un risque lié à la rémunération des dirigeants : suite à l'introduction en bourse, Blackstone pourrait n'être plus en mesure d'attirer et retenir les meilleurs professionnels.

Néanmoins, pour conclure sur cette question, et illustrer le fait que, si problème il y a, il peut être surmonté, mentionnons que :

- Dans le cas de Blackstone, la baisse probable des rémunérations fonctionne en vase communicant avec la valeur des sociétés de gestion. Or, le renoncement des gérants à une part de leur carried interest (cf Blackstone : transformation du carried interest en EBIT au niveau de la société de gestion) se traduit par une prise de participation (liquide et bien valorisée) dans la société de gestion.
- Même dans le cas des sociétés d'investissement historiquement cotées (telles Eurazéo), la « rumeur » veut que l'information financière soit dévoilée de telle façon qu'il soit mathématiquement impossible de calculer le carried interest des collaborateurs/dirigeants, et par conséquent leur rémunération réelle.

Bref, s'il est difficile, voire impossible, de savoir dans quelle mesure la cotation affecte la rémunération et le patrimoine des dirigeants et des collaborateurs, il demeure que cette question doit probablement jouer un rôle non négligeable dans les stratégies des équipes qui décident, ou non, de se coter.

## ***e. Les investisseurs***

### **i. Une nouvelle classe d'actif**

Pour les investisseurs, le PE coté constitue réellement une nouvelle classe d'actifs aux côtés du PE classique: les TRI attendus sont inférieurs à ceux du PE classique, mais en contrepartie, ils disposent d'une certaine forme de liquidité et le ticket d'entrée est réduit. De même, le titre offre des caractéristiques intéressantes en terme de volatilité réduite. Cette perception d'un nouvel « Eldorado boursier », offrant un triptyque Risque/Rentabilité/Liquidité intéressant dans la conjoncture actuelle, explique sans doute en grande partie le succès de l'IPO de KKR en 2006 : parti sur l'idée d'une levée initiale de 1,5 Md\$, le succès immense de cette introduction sur les marchés financiers a finalement permis à KKR de lever près de trois fois ce montant initial.

De plus, que ce soit au travers d'index de Private Equity coté ou de prises directes de participations, le PE coté peut représenter un placement alternatif intéressant pour les investisseurs dont les fonds ont été promis mais pas encore appelés par le PE classique : cela permet de maximiser le rendement tout en gardant un profil de risque de l'activité sensiblement similaire à celui du fonds auprès duquel ils ont souscrit, et en conservant la liquidité nécessaire, en prévision du moment où ces fonds seront effectivement appelés pour être investis directement. Bref, en se cotant, le PE offre la possibilité d'un investissement PE plus flexible que jusqu'à présent.

Enfin, certains investisseurs soulignent que via le Private Equity coté, ils peuvent accéder à une classe de grosses PME dynamiques qui sans cela ne seraient pas cotées, ou bien trop petites et trop peu liquides pour mériter un suivi de leur part.

Bref, la cotation du Private Equity permet aux investisseurs boursiers de diversifier leurs portefeuilles vers des titres auxquels ils n'auraient sans cela pas eu accès dans de bonnes conditions.

Ainsi, il semble que le PE coté réponde aux attentes de nombre d'investisseurs, quelque soit la stratégie dans laquelle ils s'inscrivent.

## **ii. Un ticket d'accès réduit**

Les IPOs récentes d'Amboise, de Turenne, et de KKR ont révélé un intérêt du public pour les tickets réduits qu'offre le PE coté. De même, American Capital, qui présente une structure mixte, entre le fonds et la banque, est détenu à 70% par des actionnaires individuels.

Pour mieux comprendre cet attrait du « ticket réduit », considérons le ticket d'entrée requis pour un fonds comme TPG. Le ticket minimal, correspondant généralement à celui exigé des investisseurs individuels personnes physiques, est de 20m\$. Le ticket moyen s'élève à 100m\$. Nous ne disposons pas de chiffres équivalents pour KKR, mais il est très probable que la possibilité d'accéder au « produit financier » KKR pour un ticket nettement inférieur à ces 20m\$ a de quoi séduire bon nombre d'investisseurs.

## **iii. Liquidité**

La liquidité acquise dans les fonds cotés en bourse est une réalité, et un argument boursier essentiel dans la recherche de nouveaux investisseurs. Mais il convient néanmoins de nuancer cette apparente nouveauté du PE liquide, pour plusieurs raisons :

- La première tient à la nature même de l'investissement : comme le précisent tous les fonds qui font appel public à l'épargne, leur action n'a pas vocation à devenir un placement de spéculation à court terme. Le cycle long d'un

investissement (entre 2 et 6 ans en moyenne) confère à ces actions une dimension « long terme » non négligeable. Ainsi, dans la note d'introduction en bourse de sa société de gestion, Blackstone précise que son action s'adresse à des investisseurs recherchant une valeur rentable à long terme, mettant en avant la volatilité probable de son résultat d'une année sur l'autre. Dans la mesure où un tel titre est conçu pour être un produit long-termiste, et est acheté comme tel, sa liquidité est de facto plus limitée, toutes choses égales par ailleurs, que celle d'un titre classique.

- La seconde raison tient au cadre légal et fiscal (en France tout au moins) : dans la mesure où les personnes physiques, pour bénéficier du cadre fiscal privilégié des SCR, doivent détenir les titres pendant un minimum de 5 ans, cela affecte négativement les volumes et les fréquences d'échange de titres, et par conséquent la liquidité.
- La troisième raison correspond à une réalité observée sur les marchés financiers. On constate en effet que les mouvements de titres sur les fonds cotés sont assez réduits (\*). C'est peut-être la résultante d'une sous-valorisation des titres qui pousse les investisseurs à les conserver en attendant des jours meilleurs, ou peut-être est-ce le reflet d'une prise de conscience par ces investisseurs de l'aspect long terme du placement. Toujours est-il que, sur la majorité des titres de fonds cotés, la profondeur du marché est plutôt réduite, et rend difficile une sortie rapide sur des blocs importants. Il n'en reste pas moins que pour des petits porteurs, la possibilité de solder leur position à tout moment est réelle.

*(\*) Une rapide étude des volumes journaliers de transaction sur les principales valeurs du PE coté, rapportés à la capitalisation boursière de l'ensemble, fait apparaître des taux de capital échangé extrêmement faibles, souvent de l'ordre de 0,01% par jour, bien qu'il existe des fluctuations importantes, correspondant généralement aux périodes de publication des ANR. A titre de comparaison, la plupart des valeurs du CAC40 présentent un taux de capital échangé entre 0,2% et 1% ! Cela nuance donc considérablement la liquidité des titres de fonds. Il convient*

*néanmoins de noter, pour rééquilibrer cet argument, que les taux de capital échangé des fonds ne sont en revanche pas tellement éloignés de ceux qu'on peut constater pour un certain nombre de mid et small caps de la place parisienne : cette faible profondeur du marché est une conséquence inévitable de la taille pour l'instant assez réduite de la plupart des fonds cotés.*

- De plus, Dominique Mégret précise que, contrairement à l'idée naturelle que la liquidité constitue le changement majeur induit par la cotation des fonds, et par conséquent une raison importante dans ce choix, il considère qu'il existe une certaine « liquidité » des investissements de PE classique pour les investisseurs institutionnels, du fait, d'une part de l'étalement des investissements sur plusieurs fonds successifs d'une société de gestion donnée, d'autre part de la diversification sur plusieurs fonds réalisée par ces investisseurs institutionnels : l'étalement des investissements et des retours, induit par cette multiplication des engagements, permet ainsi de gommer leur caractère « long-terme », et procure une sorte de liquidité de fait, ou du moins un échelonnement des rentrées et des sorties de cash qui s'apparente à une forme de liquidité. Néanmoins, en cas de crise du PE ou d'exigence brutale de liquidité de la part de l'investisseur, le raisonnement touche à ses limites, car un désengagement total s'étalerait nécessairement sur plusieurs années, contrairement à un PE coté où les parts peuvent être écoulees sur quelques séances si le besoin s'en fait sentir.
- Enfin, l'essor du marché secondaire des participations de PE classique limite l'illiquidité de ce type d'investissement : un grand investisseur ayant besoin de se désengager rapidement pour une raison de stratégie interne trouvera souvent un confrère près à lui racheter de son ticket. Néanmoins, il faut noter que si un tel marché se développe rapidement, il est généralement mal perçu par les gestionnaires des fonds, qui craignent l'entrée d'investisseurs non-désirés dans leur fonds, et vont probablement œuvrer pour en limiter l'ampleur.

Bref, avantage certain du PE boursier, la liquidité promise est souvent une arlésienne que les gestionnaires peinent à rendre effective. D'autant que les valeurs trop illiquides risquent sans cesse de rentrer dans un « cercle vicieux » : le titre n'étant pas liquide, il est affecté d'une décote, qui pousse les investisseurs présents depuis l'origine à le conserver en attendant qu'il retrouve sa juste valeur, ce qui en retour affecte également la liquidité du titre.

#### **iv. Le double-levier**

Les sociétés cotées (surtout celles qui le sont historiquement comme Eurazéo), contrairement aux fonds classiques, peuvent en outre jouer sur un levier financier supplémentaire au niveau de la holding. Ce double levier – avec celui au niveau des participations – permet ainsi d'augmenter le TRI des actionnaires, mais ce bien sur au prix d'un risque accru. Risque que le marché, selon Monique Cohen, n'a d'ailleurs peut être pas pleinement perçu dans des sociétés telles Wendel.

Néanmoins, remarquons que :

- Si double levier il y a, il est généralement assez réduit, notamment en raison de la contrainte pesant sur les SCR de conserver un levier financier inférieur à 10%. Wendel, n'étant pas soumis au statut de SCR, a en revanche pu mettre en place un double levier plus significatif.
- Le coût de la dette du holding peut rapidement s'avérer prohibitif, celle-ci ne trouvant pas de contre-partie d'actif suffisante pour la garantir.
- La dette de holding, si elle est plus risquée que la dette des participations, profite néanmoins de l'« effet portefeuille » des participations. En effet, la diversification née de la multiplicité des sociétés sous gestion diminue le risque de défaut au niveau de la holding.

Bref, le double levier ne semble pas une pratique courante, et demeure une pratique risquée pour les fonds cotés. Les analystes ont d'ailleurs accueillis avec beaucoup de scepticisme le fait que KKR, dans sa note d'introduction, ne s'interdise pas le recours au double levier. On peut néanmoins se demander si une

pratique « maîtrisée » du double levier ne serait pas une bonne façon de limiter le problème du sleeping cash ?

## ***f. Contraintes et avantages de la bourse***

### **i. Les opérations sur titre**

#### **1. Les augmentations de capital**

Nous manquons pour l'instant de recul sur la question des augmentations de capital suivant l'IPO du fonds coté : en effet, les acteurs cotés historiques tels Eurazéo ou Wendel n'ont que peu recours à de telle levée de fonds, car leur logique n'est, encore une fois, pas de grossir au maximum, mais bien de gérer au mieux un patrimoine donné.

D'autre part, les fonds de coinvestissement nouvellement cotés n'ont généralement pas eu le temps de procéder à d'autres levées de fonds, et ceux qui auraient pu le faire en ont souvent été dissuadés par la persistance d'une décote sur ANR significative.

Ainsi, Altamir, coté depuis 1995, devait à moyen terme lever d'autre fonds sur les marchés boursiers. Mais la décote du titre a conduit les actionnaires et l'équipe de gestion à rejeter cette possibilité en l'état actuel des choses, car cela aurait conduit à une dilution trop importante des actionnaires historiques. La solution a été de lancer un fonds jumeau, Amboise, sur le même modèle – légèrement amélioré – afin d'envisager à terme une convergence des portefeuilles (convergence rendue mécanique par le processus de coinvestissement systématique et proportionnel), et finalement une fusion des deux fonds (\*). Cette stratégie est clairement affichée par l'équipe d'Apax, l'objectif étant de réduire la décote sur ANR par cette fusion qui apporterait à l'ensemble une taille critique, dans le cas où cette décote ne se serait pas réduite d'ici là sous l'effet des annonces de sorties et d'investissement réussis.

*(\*) Cette fusion a d'ailleurs été annoncée par Apax début mai 2007.*

## 2. OPE possible

Dans le cas de fonds cotés de taille significative et bien perçus par le marché, la cotation permet d'envisager la mise en place de d'opération mixte OPE-OPA dans le financement des acquisitions.

Cela reste une pure hypothèse à ce jour, et ne concerne de toute façon sans doute pas les fonds qui cotent leur société de gestion, dans la mesure où cela impliquerait une dilution trop importante des actionnaires historiques. Bref, cela paraît possible en théorie, mais le nombre d'acteurs disposant de cette possibilité, qui nécessite à la fois une taille critique, un nom solide, et un processus de coinvestissement flexible, tend pour l'instant vers zéro.

### ii. Communication et obligations de reporting

*« La bourse demande aussi plus de rigueur aux investisseurs »*

*Guy Zarzavatdjian, DG de 3i en France.*

Intuitivement, l'une des principales contraintes naissant de la cotation tient à la lourdeur des obligations de reporting vis-à-vis de la bourse : publication de comptes trimestriels aux normes IFRS, vérification par des experts indépendants, réunions d'analystes, convocations d'AG, sollicitations des journalistes etc.... Cette obligation d'information induirait des coûts supplémentaires et une mobilisation des équipes importantes. C'est notamment un risque que souligne la note d'introduction de Blackstone qui précise que les obligations supplémentaires de reporting, de consolidation, d'audit et de mise en place des procédures de contrôle Sarbanes-Oxley pourrait écarter un certain nombre de professionnels de leur activité primordiale d'investissement et engendrer des coûts additionnels qui affecteraient la rentabilité de la société de gestion. Et cela sans compter, a priori, le temps d'adaptation culturel nécessaire pour adopter et mettre en œuvre de manière

performante cette nouvelle culture de l'information boursière, si loin du prétendu culte de la confidentialité des fonds de Private Equity.

Néanmoins il apparaît au travers de nos entretiens que la contrainte de reporting ne présente pas un inconvénient majeur.

En effet, Monique Cohen explique que l'information livrée au marché lors de l'IPO et lors des communications périodiques est sensiblement identique à celle livrée aux investisseurs directs. En fait, elle est même légèrement simplifiée, afin de répondre plus clairement aux interrogations de cette classe d'investisseurs souvent moins techniques dans leur approche des business. Cette égalité d'information est une nécessité, dès lors que les fonds cotés et non-cotés coinvestissent dans les mêmes opérations, pour éviter toute forme d'arbitrage ou de contestation, et cela d'autant qu'Apax vend ses deux fonds comme étant des répliques parfaites et proportionnelles de sa stratégie classique sur le PE.

Société historiquement cotée, les obligations boursières de publicité et de reporting sont de vieilles connaissances de l'équipe d'Eurazéo, qui les a pleinement intégrées à sa culture, et a même développé une politique de transparence financière remarquable pour un secteur si souvent dominé par la confidentialité. Ainsi, bien au delà de l'obligation de publication trimestrielle de l'Actif Net Réévalué, information lacunaire s'il en est, Eurazéo publie dans son rapport annuel l'ensemble des bilans et comptes de résultats des filiales, ainsi que le ferait un grand groupe diversifié qui communiquerait de manière complète sur l'ensemble de ses filiales et de ses activités.

De même, Dominique Mégret souligne que les fonds tels que PAI savent et doivent communiquer une information complète à leurs investisseurs sur leur participation. Pour privée qu'elle demeure, cette information excède dans la plupart des cas les exigences du marché en terme de communication financière, car les investisseurs interlocuteurs des fonds sont souvent bien plus exigeants que le marché dans leur demande d'informations.

Cette habitude des fonds de collecter et de présenter cette information réduit d'autant la portée de l'idée que la cotation rendrait difficile la lourdeur des procédures boursières et des exigences réglementaires de reporting.

La vraie question qui se pose aux fonds qui optent pour la cotation est alors de savoir dans quelle mesure rendre publique une information qu'ils récoltent de toute façon : doit-on se contenter d'un actif net réévalué ou fournir aux analystes une matière suffisante pour produire leurs propres valorisations. En fait, il nous a semblé que cette décision dépendait surtout de la politique interne en terme de co-investissement, ainsi que des objectifs de l'équipe de gestion.

### **iii. Publicité versus confidentialité**

#### **1. Une révolution culturelle ?**

Au-delà de la contrainte de reporting et de ses éventuelles difficultés, dont on a vu dans la partie précédente qu'elles étaient finalement plus limitées que ce à quoi l'on aurait pu s'attendre, la bourse introduit une contrainte majeure en terme de publicité de ces informations, d'exigence de transparence, et de visibilité du fonds : autant de points qui peuvent être délicats à mettre en place au seins des équipes de gestion.

A l'opposé des obligations de publicité exigées par la bourse, les fonds d'investissements apparaissent parfois comme la « grande muette ». Le culte de la confidentialité apparaît parfois poussé à l'extrême au sein de ces institutions. Ainsi, Texas Pacific Group, l'un des fonds les plus importants de la planète, ne dispose d'un site internet – extrêmement lacunaire – que depuis quelques mois.

Cette publicité contrainte par la bourse peut ainsi constituer un obstacle majeur pour le passage du non coté au coté : un choc culturel qui effraierait les équipes de gestions. C'est du moins ce que pense Gilbert Saada d'Eurazéo.

Si Eurazéo a opté pour une transparence importante, Gilbert Saada reconnaît néanmoins volontiers que le fait de livrer une information financière complète peut

parfois s'avérer une gageure, en particulier quand le management des société sous gestion y est hostile, pour des raisons stratégiques et opérationnelles. Ainsi, publier des marges excellentes dans un secteur où concurrents, clients et fournisseurs sont en difficulté peut compromettre la pérennité des dites marges en affaiblissant le pouvoir de négociation de l'entreprise vis à vis de ses interlocuteurs.

Turenne Capital, à l'opposé de la transparence d'un Eurazéo, ne compte pas sacrifier plus que nécessaire sa culture de la confidentialité. (Un tel sacrifice serait de toute façon difficile dans la mesure où, souvent minoritaire, Turenne ne peut pas se permettre d'envisager d'imposer à ses partenaires entrepreneurs la publication d'informations financières détaillées.)

Interrogé sur le fait de savoir si une telle politique ne risquait pas de compromettre la valorisation de l'action Turenne, François Lombard nous a fait remarquer que oui, sans doute, le marché aurait du mal à évaluer les participations à leur juste valeur pendant leur détention, mais que les sorties, et les conditions de celles-ci, constitueraient au coup par coup des informations sans ambiguïté, que le marché saurait in fine intégrer positivement ou négativement au cours de bourse. Le seul effet de cette faible transparence serait donc une évolution du cours « en escalier », l'action réagissant aux annonces d'entrées et de sorties par à-coups, mais obtenant sur le long terme les mêmes performances que dans le cas d'une communication plus complète. Cela semble juste, mais paraît ignorer la décote que pourrait subir le titre, conséquence de l'incapacité du marché à anticiper de manière fiable les mouvements du titre.

Il est intéressant de noter que selon Gilbert Saada, c'est un certain manque de transparence chez les autres fonds cotés, et une relative faiblesse de l'information communiquée, qui est en grande partie à l'origine de l'importante et rapide décote que subissent ces fonds depuis leurs introductions respectives, et invoque pour appuyer son argument le fait qu'Eurazéo, longtemps en proie à une décote de la même ampleur, se valorise beaucoup mieux depuis que cette politique de transparence et de pédagogie à l'égard du marché a été mise en place.

#### **iv. Visibilité**

##### **1. Pré-requis ou conséquence ?**

La visibilité auprès du marché, du public, et des investisseurs, constitue à la fois, et selon les cas, une contrainte, un avantage, un pré-requis et une conséquence de la cotation :

- Un pré-requis : la visibilité du fonds, et sa renommée, constituent indubitablement un critère de choix important pour les investisseurs qui s'interrogeraient sur l'opportunité d'investir au cours d'une IPO de véhicule coté de PE. Cela est d'autant plus vrai que ce qui est proposé à la bourse, c'est un embryon de portefeuille de participations plus ou moins bien documenté, doublé d'un contrat de conseil avec une société de gestion. La visibilité explique largement le succès au-delà de toutes espérances de la levée de fonds de KKR en 2006.
- Une conséquence : inversement, l'une des motivations principales de Turenne Capital lors de son IPO a été d'acquérir cette visibilité qu'il lui manquait : être quasiment pionnier dans la cotation de fonds de PE a conféré à Turenne une visibilité bien supérieure à celle dont bénéficie en général les fonds de cette taille (autour de 200m€).
- Un avantage : bénéficiaire de la visibilité d'une grosse société cotée est un argument de négociation de taille qui permet de rassurer les vendeurs et les interlocuteurs du fonds, qui n'est plus considéré comme une « puissance occulte ». Loin d'être anecdotique, cela peut s'avérer décisif dans certaines négociations sensibles du point de vue politique ou médiatique.
- Un inconvénient : il existe un double inconvénient à cette visibilité acquise via la bourse. Le premier tient à ce qu'une société très visible doit respecter un certain « code de bonne conduite » : le capitalisme de Cow-Boys est plus difficile pour les sociétés cotées, comme le précise Gilbert Saada. La seconde tient au risque que prend le fond, dès lors qu'il est coté, d'être jugé par les investisseurs et les cibles sur la base de son seul cours de bourse : indicateur imparfait et souvent décalé par rapport à la performance effective des investissements réalisés.

Bref, la visibilité acquise via la cotation (qui concerne les trois catégories de notre typologie initiale) ne constitue pas un inconvénient ou un avantage tranché lié à ce type d'opération. Il s'agit surtout d'une conséquence de la cotation, qui entraîne des changements dans le fonctionnement du fond. Il nous semble que cette visibilité à double tranchant n'influe néanmoins qu'à la marge (sauf pour les fonds en quête de visibilité tels Turenne) dans la décision de se coter ou non.

### ***g. Valorisation du portefeuille***

#### **i. Les problématiques liées à la valorisation**

Au delà des problématiques réglementaires, largement évoquées ci-dessus, la politique de communication financière répond essentiellement aux problématiques de valorisation du fonds par le marché, en tentant de réduire la décote sur ANR généralement constatée dans la plupart des fonds.

En matière d'éléments révélés au marché afin de guider le travail de valorisation, les méthodes diffèrent selon les fonds rencontrés.

L'équipe d'Eurazéo ne communique pas sur l'évolution de la valeur de ses participations, laissant ce travail au marché et aux analystes. En revanche, et pour nourrir la réflexion du marché, Eurazéo s'attache à une communication financière extrêmement complète et transparente sur l'ensemble de ses participations. Au delà du bilan consolidé, Eurazéo publie en effet pour chacune des comptes détaillés, ainsi que des informations sur la stratégie et l'activité.

Dans un autre contexte (fonds de coinvestissement), Monique Cohen (Apax) et François Lombard (Turenne), communiquent au marché des informations moins complètes sur l'ensemble des participations, et ne publient pas de bilans ni de comptes de résultats par participation, mais publient en revanche un Actif Net Réévalué calculé par leurs équipes selon les méthodes des multiples et des DCF

(selon les cas, et le stade de développement des participations). Eurazeo considère que c'est là le travail des analystes et ne publie pas cet ANR.

Pour expliquer ces choix différents qui influent probablement sur la valorisation (\*), il convient de souligner les différences importantes dans l'activité des fonds et dans les types de participations. Eurazeo n'a que quelques participations de taille importante et qui peuvent être analysés et évalués séparément sans que le travail exigé ne soit trop fastidieux pour les marchés financiers. A l'inverse, les fonds cotés d'Apax coinvestissent dans de très nombreuses participations, de tailles très variables, avec des niveaux de risques et des visibilitées sensiblement différents : un investissement de capital développement s'évalue assez différemment d'un LBO classique. Enfin, dans le cas de Turenne Capital, s'ajoute la contrainte supplémentaire que nombre de ses participations ne sont pas majoritaires et que Turenne est donc limité dans l'information financière qu'il peut publier à leur égard.

Notre sentiment, qui rejoint celui de la plupart des professionnels que nous avons rencontrés, est que la problématique de la valorisation du portefeuille des participations n'est pas comparable à celle d'une société « classique ». En effet, bien plus qu'un travail de valorisation « sum of the parts » du portefeuille, c'est la confiance du marché dans l'équipe de gestion, sa compétence avérée ou perçue, et la régularité des performances historiques qui déterminera en grande partie, à terme, le niveau de valorisation du fonds. Monique Cohen a ainsi l'espoir que face à la publication successive d'ANR toujours en progression, le marché va un jour finir par anticiper cette progression de l'ANR (ainsi qu'il anticiperait la progression du résultat d'une société industrielle), réduisant ainsi la décote, voire cotant le titre en prime par rapport à son ANR.

(\*) Monique Cohen nous confiait que son ANR était notoirement « prudent ». Lors de sa dernière publication d'ANR et pour se mettre en accord avec les directives de l'AMF, Apax a d'ailleurs modifié sa méthode de calcul conduisant à une revalorisation substantielle (8-10%) de l'ANR ses fonds

## ii. Décotes et surcotes

Avant d'essayer de dégager quelques règles sur le comportement du marché en matière de décotes et surcotes, il convient de détailler quelques exemples pour notamment illustrer la diversité qui existe à ce sujet.

Gilbert Saada juge Eurazéo assez bien valorisé à ce jour, ce qui ne fut longtemps pas le cas. Les informations livrées au marché par Eurazéo permettent aux analystes de conduire des valorisations complètes et bien documentées type DCF/LBO, comme ils le feraient pour un conglomérat diversifié. Par ailleurs, pour pallier l'inconnu des multiples de sortie et des performances futures des participations nouvelles, certains analystes (tels JP Morgan) considèrent le TRI du fonds comme un « Input », basé sur les performances historiques des investissements passés, afin de déterminer d'un seul coup le prix de sortie, la performance globale de l'opération, et par conséquent la valeur créée pour les actionnaires : hypothèse avantageuse pour Eurazéo, mais qui manque peut-être de prudence.

Gilbert Saada précise en outre : « On pourrait imaginer qu'Eurazéo soit coté en prime. Il pourrait y avoir un goodwill correspondant à notre capacité à générer de manière récurrente de bons dossiers ». On pourrait également envisager de valoriser le cash de manière à prendre en compte l'utilisation, sans doute profitable, qu'en fera dans le futur une équipe performante. Mais cela manquerait peut-être également de prudence.

En ce qui concerne les décotes éventuelles, Gilbert Saada analyse ainsi la situation d'Eurazéo :

- Concernant une éventuelle décote de holding : il y en a longtemps eu une, liée à la valorisation par le marché des participations minoritaires. Celle-ci s'est résorbée au cours des dernières années avec le changement de stratégie d'investissement.
- L'absence de décote conglomérale est due à plusieurs éléments :
  - un gros effort de pédagogie et de transparence, afin que le marché comprenne le mieux possible l'activité de la cible, ses perspectives, les

rationalités de l'investissement, et valorise donc au mieux chaque nouvelle acquisition.

- Dans la mesure où l'activité d'Eurazéo consiste précisément à identifier des cibles et à valoriser leurs participations, il ne s'agit en rien d'un conglomérat, mais bien d'un groupe centré sur son core-business : acheter et revendre des participations.
- Il existe désormais un effet de marque : on achète pas tant un ensemble de participations choisies et identifiée qu'une part de l'investisseur Eurazéo. Le marché ne considère plus aujourd'hui la somme des parties mais bien le tout de la marque Holding Eurazéo.

En ce qui concerne les fonds cotés d'Apax, Monique Cohen considère qu'Altamir subit depuis sa cotation une décote significative. Les équipes d'Apax n'ont pas pu déterminer de justification satisfaisante pour ce phénomène. Cependant, observant le succès de 3i, Monique Cohen attribue cette sous valorisation à une décote liée à la taille trop réduite (autour de 100/120 millions d'euros) et à l'illiquidité subséquente d'Altamir.

En effet, aucun autre point ne peut expliquer de manière satisfaisante cette décote:

- La mauvaise valorisation des participations ? sans doute pas, car l'ANR réévalué publié régulièrement est calculé avec une prudence extrême (Apax Partners SA a d'ailleurs décidé début 2007 de mettre ses règles internes de valorisation des fonds en conformité avec les nouvelles règles de valorisation recommandées par l'EPEVCA (European Private Equity and Venture Capital Association), ce qui s'est traduit chez Altamir par une hausse de 8% de l'ANR sur les quatre premiers mois de l'année, en addition de la hausse de 10% liée à la performance intrinsèque du portefeuille).
- Une décote de holding lié à l'aspect minoritaire des participations ? non plus, car bien que les fonds cotés ne possèdent qu'une part minoritaire des investissements, la gestion commune des fonds cotés et non cotés, le fait qu'Apax (en temps qu'équipe de gestion de l'ensemble des fonds) prenne essentiellement des participations majoritaires et l'investissement pari passu

avec les fonds non cotés, annulent normalement ce faux aspect « minoritaire » préjudiciable.

- Une décote liée au frottement fiscal ? Au contraire, du fait du statut de SCR d'Altamir et Amboise, la fiscalité est extrêmement avantageuse pour les investisseurs long-terme (5 ans minimum). (ce cadre fiscal ne concernant que les personnes physiques, il faut nuancer l'avantage ainsi obtenu grâce au statut fiscal des SCR par le fait que ces mêmes personnes physiques investissent le plus souvent dans le cadre de PEA (ou équivalent), qui les exonère d'impôt sur les dividendes et les plus values et leur procure ainsi les mêmes avantages.)

Quoiqu'il en soit, le marché est roi, et si les équipes d'Apax peuvent regretter la sous-valorisation de leurs fonds, ils ne peuvent rien y changer sauf à convaincre le marché (ce qu'ils s'efforcent de faire) ou à prendre de nouvelles mesures correctrices.

Ainsi, Monique Cohen confirme que la création d'Amboise en sus d'Altamir en 2006 en lieu et place d'une augmentation de capital chez Altamir est une réponse nécessaire à la sous-valorisation d'Altamir. En effet, Monique Cohen désirait augmenter la part du coté dans les sources des fonds gérés par Apax (objectif à terme autour de 70/30, soit une structure comparable à celle de 3i), et a donc proposé une augmentation de capital massive aux actionnaires d'Altamir. Mais ceux-ci, au regard de la sous-valorisation présumée de leur titre, s'y sont farouchement opposés. Amboise a donc été créé, subissant la même décote d'illiquidité que son grand frère Altamir, avec comme objectif (annoncé au marché) à terme de faire converger les portefeuilles de participation des deux fonds (ils coinvestissent systématiquement dans tous les investissements d'Apax) et enfin de les fusionner. Cette fusion a d'ailleurs été annoncée début mai 2007. Le nouveau fonds coté créé obtiendrait ainsi la taille critique nécessaire à sa liquidité et à une couverture suffisante par les analystes financiers, la conjonction de ces deux points devant permettre de réduire substantiellement la décote actuelle.

Il semble ainsi que la taille et le manque de liquidité afférent soit la principale cause de la décote d'ANR subie par les fonds d'Apax, et la plupart des autres fonds cotés.

Une autre raison forte pour cette décote pourrait être la structure de commandite par action de ces fonds : l'actionnaire-investisseur en tant que commanditaire ne dispose d'aucun contrôle sur la société, et ses titres subissent une décote à ce titre traditionnellement évaluée par les analystes entre 10 et 20%.

En résumé, s'il ne semble pas que la valorisation des fonds cotés en bourse soit condamnée à subir d'importantes décotes, il demeure néanmoins des conditions nécessaires à une bonne valorisation que l'on peut résumer ainsi :

- L'obtention d'une taille critique suffisante pour justifier une couverture par les analystes,
- Une communication financière la plus détaillée possible,
- Une réputation sans tâche,
- La prise de participations majoritaires

Si une valorisation en prime par rapport à l'ANR au nom de la capacité de l'équipe de gestion à générer dans l'avenir de bonnes affaires semble difficile à atteindre, elle reste néanmoins envisageable sur le plan théorique.

### **iii. Stock picking et histoires de marché**

Une contrainte supplémentaire liée à la cotation concerne la lisibilité des investissements par le marché, constitué d'investisseurs institutionnels mais aussi d'investisseurs privés moins à même de comprendre les intérêts stratégiques des participations. D'où la nécessité de « raconter une belle histoire, pas trop compliquée » au marché. Les marchés seront d'autant plus facilement convaincus que l'investissement sera « intelligible », visible, presque « cotable ». A ce titre, le LBO secondaire pourrait apparaître comme un sous-jacent porteur, puisque le seul succès du LBO initial atteste a priori aux yeux du marché de la viabilité du projet, présentant ainsi un profil de risque connu, sinon réduit.

La question qui se pose donc aux fonds qui optent pour la cotation est de savoir s'il convient, ou non, d'imposer de nouveaux critères dans le choix des investissements. La réponse apportée varie sensiblement selon le type de fonds considéré.

Pour Apax, il n'y a et ne peut y avoir aucune forme de stock picking pour les fonds cotés, qui coinvestissent de manière systématique aux côtés des fonds classiques : le but est de vendre une corrélation parfaite entre la performance des fonds non cotés et cotés.

En revanche, Gilbert Saada considère que la cotation et la publicité boursière ont poussé Eurazéo à se positionner sur des actifs à profil de baisse limité. Bien que le cas ne se soit pas encore présenté avec sévérité, cette politique doit permettre d'éviter des plonges du cours en cas d'investissement raté.

De même, en terme d'investissement, l'équipe de Turenne, spécialisée sur les activités à forte teneur technologique, admet volontiers qu'il est important, indépendamment de toute stratégie d'information financière, de ne placer en bourse que les business les plus compréhensibles par le marché, et les moins risqués, sous-peine de se voir sanctionner lourdement et durablement dans son cours.

Enfin, il nous semble que ce problème, lié à la lisibilité des investissements, très sensible dans les véhicules de coinvestissement type Apax, pourrait aussi être une cause de la sous-valorisation des actions souvent observée. Trop compliqué, trop fractionné (surtout dans les cas de capital développement), le portefeuille ne peut être justement valorisé par les analystes et/ou les investisseurs, et la revalorisation du cours liée à des améliorations notables dans les investissements a lieu ex post, lors de la sortie.

#### **iv. Un pilotage du marché ?**

Si le pilotage de marché semble de toute façon difficile dans le cas de sociétés publiant uniquement un ANR pour leur portefeuille de participations (comme Apax

Turenne, et KKR), il en va également de même pour des sociétés de PE historiquement cotées : comme le souligne Gilbert Saada, la nature même de l'activité du PE, couplée à la transparence financière de l'équipe de gestion, rend un pilotage boursier à court terme complètement inepte, puisque les résultats, extrêmement erratiques, ne sont le fruit que du calendrier des investissements. Le résultat net d'Eurazéo est ainsi passé de 700 M€ en 2005 à 200 M€ en 2006, bien qu'en terme d'investissement, cette dernière année soit au moins aussi bonne que la précédente. En cela, le fonds de Private Equity coté reste une classe d'actif un peu à part dans le monde de la bourse.

Il est d'ailleurs intéressant de noter que le marché ignore assez superbement la publication des résultats, qui n'ont qu'un impact très limité sur le cours. Monique Cohen souligne ainsi que les événements affectant les cours sont exclusivement les entrées et sorties ainsi que la publication des ANR actualisés. Entre deux, le cours stagne : le marché détourne son regard des fonds cotés de la taille d'Altamir.

Le marché a donc, semble t'il, intégré la nature particulière de l'activité des fonds cotés, et analyse, de manière pertinente, la création de valeur selon les seuls investissements et la gestion qui en est faite par l'équipe.

#### **v. Effet « vintage » : La création de valeur se fait sur le long terme**

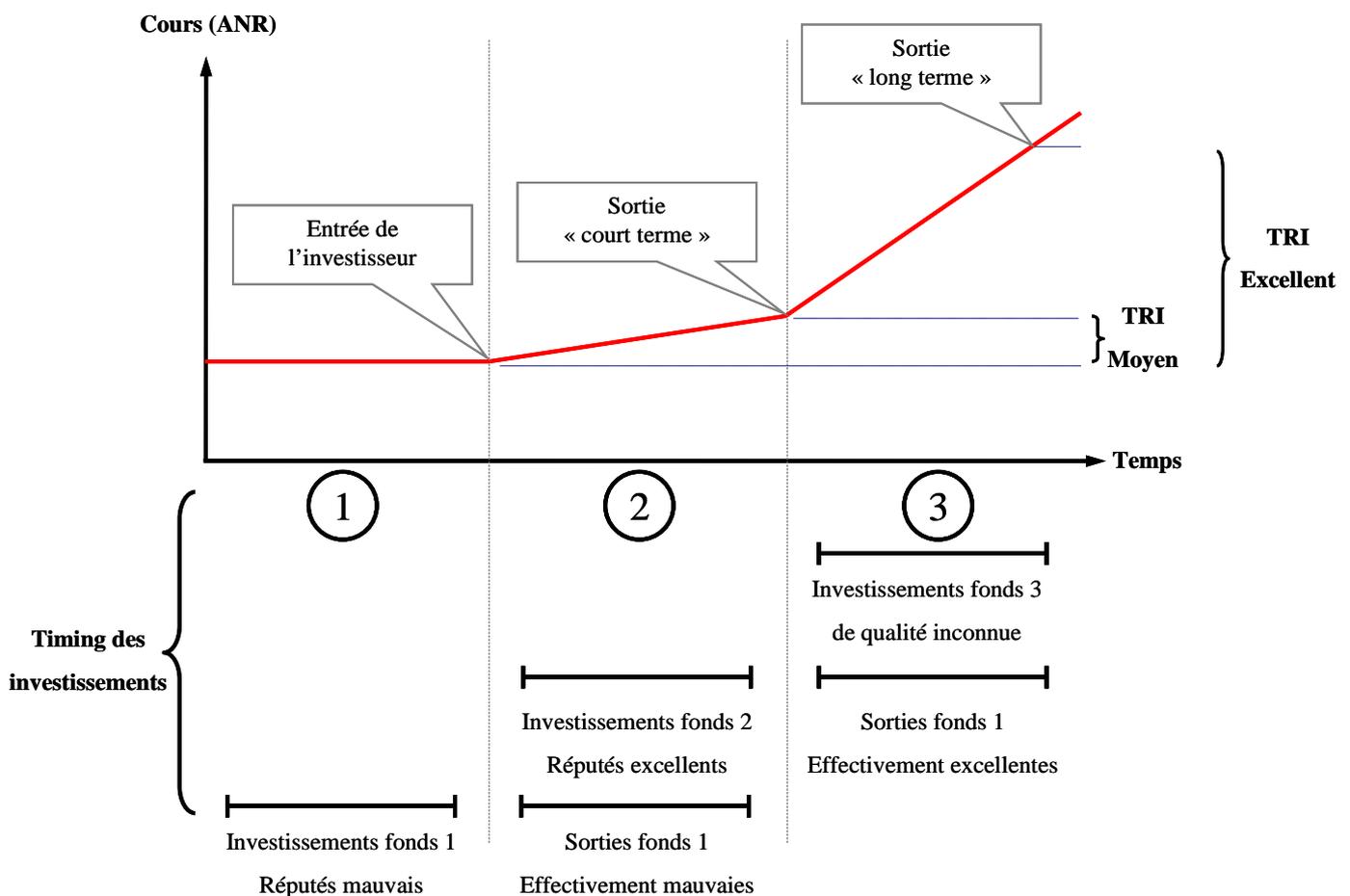
Du fait de la faible volatilité observée des cours de bourse, il semble bien que la possession à court terme des titres de PE coté n'ait qu'un intérêt très limité. Il est illusoire de penser tripler sa mise en quelques mois en jouant sur des effets d'annonce ou des corrections drastiques de marché.

Par la nature même de l'activité de PE (cyclique et long-termiste et progressant par paliers), la détention du titre dans une logique court-termiste n'a pas grand sens. Il faut rester 5 à 7 ans pour bénéficier à plein de la rentabilité des investissements de PE. «On achète un vintage [d'investissements], voire une moyenne de vintages », et la performance du fonds ne peut être mesurée que relativement à celle du secteur en

général, sur le « vintage » et l'horizon d'investissement considéré, souligne Monique Cohen.

On peut donner graphiquement une représentation simple de cet « effet vintage » en imaginant un fonds coté, sur un horizon de 3 périodes :

**L'effet Vintage dans les investissements dans le PE coté (ou non...)**



- Pendant la période 1, difficile, le fonds ne réalise que des investissements médiocres, et son cours (supposé parfaitement corrélé à son ANR) stagne.
- Pendant la période 2, le fonds sort des investissements 1, sans grand succès. En revanche, la conjoncture (ou la compétence de l'équipe) s'est nettement améliorée, et les investissements réalisés pendant cette période sont réputés

excellents. Le marché compense alors la stagnation du cours lié aux mauvaises sorties, en anticipant les bonnes sorties à venir: le cours grimpe, mais le TRI reste grévé par les performances de la phase 1.

- Pendant la période 3, le fonds sort des investissements 2, qui s'avèrent bien être d'excellentes opérations. L'ANR du fonds s'améliore en conséquence. Il réalise en outre de nouveaux investissements, dont la qualité est incertaine aux yeux du marché.

Imaginons maintenant le comportement d'un investisseur envisageant d'acquérir des parts de ce fonds coté, mais attendant le moment qui lui paraît optimal pour acquérir une position :

- Pendant la période 1, les mauvaises perspectives du fonds ne le pousse pas à investir, et à raison.
- En revanche, dans la période 2, les excellents investissements réalisés par le fonds le décide à acheter des parts du fonds.

Reste la question : quand sortir?

- Imaginons un investisseur pressé, éventuellement inquiet par un possible retournement de conjoncture en période 3: il investit à « court terme » et sort avant la fin de la période 2, réalisant un TRI moyen, car il n'a en fait pas profité à plein de son timing d'entrée, qui était pourtant bon, dans la mesure où le TRI sur cette période 2 était grévé par la faible performance des sorties 1.
- Un investisseur plus avisé, ayant investi au vu des investissements réalisés en 2 par le fonds, attendra logiquement la sortie des dits investissements pour solder lui-même sa position : il profite ainsi à plein des investissements qu'il avait perçu comme étant excellents.
- Les investissements réalisés en 3, bons ou mauvais, n'ont en effet qu'une influence faible sur son TRI.

Un tel exemple est évidemment simplificateur, mais il donne une illustration du caractère « Vintage » et long-termiste du PE, y compris dans le cadre de fonds cotés: en investissant dans un fonds parce que l'on croit à ses investissements à un

moment donné (d'où l'aspect « vintage »), il faut donner aux dits investissements le temps de générer leur plus-value potentielle pour sortir, sans quoi la performance est « parasitée » (en bien ou en mal) par les performances des investissements passés ou futurs. On retrouve finalement une logique proche des fonds non cotés, dans la mesure où l'argent investi à un moment donné l'est dans des investissements donnés ; il faut donc attendre la fin de ces investissements pour retrouver sa mise, et, le cas échéant, sa plus value. La différence, qui fait l'intérêt du PE coté, c'est que la cotation autorise une gestion flexible de l'horizon de sortie que ne permet pas le fonds classique. Mais cela présente également le risque de tomber dans un pilotage boursier « actif », mal adapté à ce type de business.

L'autre élément à prendre en compte, que cet exemple ne fait pas apparaître, c'est que la performance d'un fonds sur une période donnée ne doit pas se mesurer tant à ses performances sur d'autres périodes qu'à celles des autres fonds sur le même « Vintage » d'investissement.

## 4. Conclusion : Quel avenir pour le PE coté ?

### *a. La cotation : une difficile et coûteuse transition*

Pour conclure ce mémoire, nous souhaiterions nous livrer au périlleux exercice de la prédiction de l'avenir. En effet, au regard des avantages et inconvénients que nous avons tenté de décrire le plus exhaustivement possible, il apparaît que, si la question de la cotation est une question qui mérite de se poser aux fonds de PE, la réponse n'est pas univoque.

En ce qui concerne la problématique de la cotation des sociétés de gestion, il semble qu'une attention particulière aux résultats de l'opération de Blackstone s'imposera. Blackstone est l'un des leaders du marché du PE, et une réussite pourrait ouvrir la voix à de nombreux autres prétendants. Néanmoins, il semble que la réputation et la taille soient des conditions sine qua non de succès dans ce type d'IPO.

En ce qui concerne la cotation des véhicules de coinvestissement, François Lombard fait remarquer que bon nombre de fonds ne peuvent pas envisager de se coter dans leur situation actuelle, et ce pour deux raisons majeures :

- d'abord, les fonds « classiques » sont souvent soumis à la contrainte de devoir être investis avant que d'autres fonds ne puissent être levés : beaucoup de fonds du marché ne pourront donc pas envisager la cotation avant plusieurs années, à cause de ces contraintes de calendrier.
- Ensuite, une proportion non négligeable des fonds de PE ne sont en fait que le bras armé d'une institution financière, et ne seront en conséquence jamais cotés.

En conséquence, le PE coté devrait, selon François Lombard, se développer au cours des années à venir, mais sans jamais excéder la prévision de Maurice Tchénio (Apax) de 20% du marché total du PE.

Enfin, Gilbert Saada rappelle les trois obstacles majeurs qui s'opposent au développement massif du PE coté :

- La pompe de la bourse est difficile à amorcer, car il faut lever des fonds pour remplir une coquille largement vide. Cela implique des coûts importants, fait courir le risque d'une décote, et nécessite d'avoir une histoire, à défaut d'une solide réputation, à présenter au marché. De plus, le « décrochage » souvent observé du cours suivant l'introduction handicape largement les premiers mois (sinon années) de vie du fonds coté.
- Le problème du sleeping cash, qui se pose avec urgence et ampleur lors de la levée de fonds, risque de pousser les équipes à vouloir investir trop vite, peut-être mal, à seule fin de s'en débarrasser pour ne pas risquer une décote de cash.
- Enfin, la cotation en bourse constitue pour les équipes de gestion une petite révolution culturelle, et le risque de voir naître une incompréhension réciproque entre le marché et les équipes des fonds n'est pas nul, et menace d'impacter de manière significative la valorisation de ces fonds.

Selon lui, le PE non coté est excellent, le PE coté peut très bien marcher, comme en témoigne la réussite d'Eurazéo, mais le passage du coté au non-coté constitue, pour les équipes de gestion comme pour le marché, une transition difficile à optimiser.

Il juge donc peu probable le développement massif d'un PE coté, mais considère en revanche que, au cas par cas, des business models mixtes peuvent s'avérer extrêmement performants, grâce à la flexibilité qu'ils permettent.

### ***b. Le problème de la profondeur du marché***

Ce que l'on pourrait appeler le « problème de la profondeur du marché » correspond à l'aspect « embryonnaire » du phénomène de cotation en bourse. Cette caractéristique a constitué un obstacle (mais également l'intérêt) à notre étude et nous incite à être très prudents dans nos « pronostics » quant à l'avenir du PE coté. Cette faible profondeur du marché, renforcée par la très grande variété des stratégies de cotation déjà soulignée, nous oblige à rester principalement dans des raisonnements spéculatifs que l'on ne peut appuyer que par de maigres exemples qui pourraient bien s'avérer n'être que des cas particuliers.

Ainsi, il n'y a encore que très peu de valeurs significatives représentant la famille du PE coté : une quinzaine aux Etats-Unis, une quarantaine au Royaume-Uni, et moins d'une dizaine en France. Cela constitue un obstacle certain et difficilement quantifiable pour ceux des fonds qui pourraient envisager une cotation :

- Les équipes d'analystes qui pourraient conseiller ce type d'investissement à leurs clients se comptent sur les doigts d'une main,
- La liquidité, avantage certain de ce type de fonds, s'en trouve logiquement réduite,
- Les investisseurs manquent de comparables et de benchmarks pour évaluer la pertinence de ce type de stratégie, tandis que les véhicules cotés n'ont, bien évidemment, pas de track-records à faire valoir.

Ainsi, Monique Cohen souligne que, loin de redouter la concurrence d'autres fonds cotés qui viendraient assécher le marché du PE boursier, Apax appelle de ses vœux la formation d'une nouvelle classe d'actifs : la multiplication des fonds cotés permettrait en effet d'éduquer le marché, d'améliorer sa compréhension des mécanismes et du timing particulier du PE, d'aiguiser son appétit (et de réduire ainsi la décote subie par les fonds d'Apax). Ainsi, l'avenir du phénomène serait conditionné par le succès de l'initiative de quelques précurseurs et l'apparition d'un effet « boule de neige ».

En conséquence, les fonds qui choisissent la cotation s'avancent en grande partie sur une terre inconnue. S'ils parient sur la pertinence de ce modèle et sur le développement du marché, ils peuvent choisir de se différencier en devançant leurs concurrents directs dans la voie de la cotation pour acquérir un avantage compétitif (et bénéficier de la prime aux premiers entrants sur un nouveau marché). Réciproquement, s'engager dans cette voie inexplorée peut constituer un risque, et un coût (beaucoup reste encore à inventer) que nombre de fonds ne désireront pas courir.

### ***c. Quel avenir pour les fonds qui ont choisi la cotation ?***

De façon à nuancer l'impression que le choix des sources de financement se poserait entre d'une part le « tout coté » et d'autre part le « tout privé », nous souhaiterions achever ce mémoire en mentionnant l'idée, avancée par plusieurs de nos interlocuteurs, que le salut, comme bien souvent, se situe dans un juste milieu entre les deux types de financement.

Ainsi, Eurazéo, suivant en quelque sorte le chemin inverse de celui des fonds classiques non cotés se tournant vers la bourse, a récemment levé un fonds directement auprès d'investisseurs, afin de coinvestir au coté de ses propres fonds. Cela permet de disposer d'une sorte de ligne supplémentaire de fonds propres, sur laquelle l'équipe peut tirer selon les besoins, afin d'optimiser ainsi la gestion du cash, et par conséquent le ROCE des actionnaires d'Eurazéo. Cela a également permis à Eurazéo de s'adresser à une nouvelle classe d'investisseurs jusque là peu présents dans son capital (environ 20%), et de valoriser l'image de marque acquise dans ses métiers. Alors que les PE classiques optant pour la cotation cherchent par là à pérenniser leurs fonds, Eurazéo a cherché à variabiliser les siens afin d'optimiser son retour sur fonds propres et son calendrier d'investissement.

De même, Monique Cohen comme François Lombard n'imaginent pas sortir du modèle des véhicules cotés coinvestissant auprès de fonds classiques.

Ce type de financements « mixtes » permettrait ainsi, dans une certaine mesure de parer aux désavantages de la cotation listés au long de cette étude, tout en profitant des avantages de l'appel à l'épargne publique. Comme souvent en finance, la diversification (des sources de financement) aide à maximiser le rendement tout en minimisant le risque.

#### ***d. Se coter au bon moment pour se protéger des évolutions futures du marché?***

Au cours de l'année 2006 et du début de 2007, les annonces d'appel public à l'épargne par les fonds de PE se sont multipliées. On pourrait y voir un nouvel effet de mode, ou bien considérer que le renforcement de ce phénomène à cette période donnée n'est pas fortuit. Cette dernière idée par laquelle nous souhaitons conclure ce mémoire, demeure très spéculative, et nous n'avons pas pu la vérifier auprès de nos interlocuteurs.

En effet, l'année 2006/2007 correspond à une période où aussi bien la bourse que les fonds de PE semblent être en « haut de cycle », et cette conjonction rend l'appel à l'épargne publique très attrayant pour les PE :

- Une IPO a traditionnellement beaucoup plus de succès dans un marché boursier en plein essor,
- De même, les bons résultats enregistrés jusqu'à présent par le PE rendent le sous-jacent d'autant plus alléchant pour les investisseurs.

Réciproquement, lorsqu'un des deux éléments conjoncturels mentionné ci-dessus n'est plus satisfait, la cotation des fonds de PE s'en complique d'autant. Si la bourse est au plus bas, ou en récession, il y a fort à parier que le PE ne pourra pas être aussi bien valorisé qu'il le pourrait en période faste. Et si les TRI délivrés par les fonds de PE baissent, la valorisation des dits fonds s'en trouvera également affectée.

On pourrait pousser plus loin encore le raisonnement en mentionnant deux idées :

- Beaucoup pensent actuellement qu'on pourrait être au début de la formation d'une bulle dans le PE : sous l'effet d'une concurrence accrue dans le marché des fusions-acquisitions, les multiples moyens de valorisation des cibles ont augmenté ces dernières années. Bien que le métier du PE ne consiste pas uniquement en l'achat et la revente d'entreprises et que les professionnels créent véritablement de la valeur au travers des réorganisations et nouvelles orientations stratégiques opérées sur la cible, on peut légitimement émettre

l'hypothèse qu'à terme, si l'on achète les cibles au dessus de leur juste valeur sous l'effet de la compétition, les TRI auront tendance à décliner.

- La cotation en bourse, si elle a été opérée au moment opportun, peut alors comporter de nombreux avantages : les ressources evergreen éviteraient les problèmes liés à la récolte de fonds dans un marché moins favorable, et des attentes différentes (et peut-être moins exigeantes) des investisseurs boursiers en terme de couple rentabilité/risque pourraient également limiter les effets négatifs liés à la baisse des TRI.

## 5. Annexes :

### a. Annexe 1 : sources

#### Articles de Presse :

- Private Equity Magazine, Novembre 2006, Dossier Spécial
- Reuters, « KKR porte à 5Md\$ le montant de son introduction », 2 mai 2006
- La Vie Financière, « Investissez chez Apax », 3 novembre 2006
- Investment Week, « Private Equity Gathers momentum », by charlie Parker, 30 mai 2005
- La vie Financière, “La magie du LBO”, Christophe Descamps, 22 décembre 2006

#### Notes de Broker :

- Suivi par Merrill Lynch de Appolo Alternative Assets
- Suivi par Merrill Lynch de KKR PE Investors

#### Sites Web d'entreprises :

- Turenne Capital : [www.turennecapital.com](http://www.turennecapital.com)
- Amboise Investissement : [www.amboise-investissement.fr](http://www.amboise-investissement.fr)
- Altamir : [www.altamir.fr](http://www.altamir.fr)
- KKR : [www.kkr.com](http://www.kkr.com)
- Texas Pacific Group : [www.texaspacificgroup.com](http://www.texaspacificgroup.com)
- PAI Partners: [www.paipartners.com](http://www.paipartners.com)
- Blackstone: [www.blackstone.com](http://www.blackstone.com)
- 3i: [www.3i.com](http://www.3i.com)
- American Capital : [www.american-capital.com](http://www.american-capital.com)
- Doughty Hanson: [www.doughtyhanson.com](http://www.doughtyhanson.com)
- Apollo : [www.apolloalternativeassets.com](http://www.apolloalternativeassets.com)
- Eurazeo : [www.eurazeo.com](http://www.eurazeo.com)
- Wendel Investissement : [www.wendel-investissement.com](http://www.wendel-investissement.com)

Sites institutionnels (contenant notamment les notes d'introduction de Blackstone, Amboise, KKR...):

- Sec : [www.sec.gov](http://www.sec.gov)
- AMF : [www.amf-france.org](http://www.amf-france.org)

Bases de données :

- Factiva
- Thomson Research
- Reuters
- Google
- Merger market

**b. Annexe 2 : graphes boursiers**

Evolution du cours de bourse de 3i (11 mai 2001 / 31 mai 2007)



Evolution du cours de bourse de KKR PE Investors (12 mai 3006 / 31 mai 2007)



Evolution du cours de bourse d'Amboise Investissements (7 avril 2006 / 31 mai 2007)



Evolution du cours de bourse d'Altamir (12 mai 2001 / 31 mai 2007)



Evolution du cours de bourse d'Eurazeo (12 mai 2001 / 31 mai 2007)



Evolution du cours de bourse de Wendel Investissement (12 mai 2001 / 31 mai 2007)



Evolution du cours de bourse de Turenne Investissement (décembre 2006 / mai 2007)  
( - Ma 50)

