

KEDGE BUSINESS SCHOOL

MÉMOIRE

présenté en vue d'obtenir le grade de

Master

SPÉCIALITÉ : Finance

La valorisation des actifs non cotés

Fait-elle l'objet d'une bulle ?

Olivier BILDSTEIN

Sous la direction de : **M. Christophe LASSERRE**

Responsable d'apprentissage : **Mme. Raphaëlle KOETSCHET**

Les opinions exprimées dans ce mémoire sont propres à leur auteur et n'engagent en aucun cas KEDGE Business School et le Master de Finance.

Soutenu le 8 juillet 2020.

Intérêt du sujet

En septembre dernier, j'ai rejoint le Groupe Caisse des Dépôts et Consignations en alternance à Paris en tant qu'Analyste investissement. Mon équipe est en charge d'investir une partie du fonds d'épargne (livret A, développement durable, épargne populaire) et du bilan de la CDC dans des fonds de capital développement, dette privée et infrastructure.

Courant octobre, nous avons eu une réunion pour présenter un projet d'investissement dans un véhicule *buyout* américain. L'équipe a relevé une augmentation du prix des actifs non cotés et s'est interrogée sur l'existence éventuelle d'une bulle.

Après concertation avec ma manager Raphaëlle KOETSCHET, faire mon mémoire de fin d'études sur la valorisation du non coté s'est imposé comme une évidence : c'est un sujet d'actualité aux enjeux concrets pour mon équipe.

Sujet : La valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ?

Remerciements

Je tiens à remercier l'ensemble des répondants ainsi que Raphaëlle KOETSCHET et mon équipe du Groupe Caisse des Dépôts (Olivia YEDIKARDACHIAN, Zineb IHRAI, Sarah CHEW, Alexandre ARMBRUSTER, Richard WIND, Christophe BURILLER et Thomas DRIEU) pour leur aide et leur expertise - sans lesquels je n'aurais pas autant appris sur le monde du capital investissement.

Un grand merci à Christophe LASSERRE pour son accompagnement non seulement sur ce mémoire mais également lors de l'ensemble de ma scolarité à KEDGE Business School et au delà.

Résumé

Le 16 décembre 2019, l'indice CAC 40 dépasse la barre des 6000 points affichant une croissance de 26% sur l'année - du jamais vu depuis la crise des *subprimes* de 2007. Au même moment, la BCE impose des taux directeurs proche de 0%. Face à un marché coté cher et un marché obligataire peu rémunérateur, beaucoup d'investisseurs institutionnels se tournent vers le *Private Equity* créant des niveaux de *dry powder* sans précédent. Et si finalement la prochaine crise venait des actifs non-cotés ?

Mots clés : Capital investissement, actifs non cotés, valorisation

Abstract

On the 16th of December 2019, the CAC 40 index reached over 6000 points with an annual growth of 26% - unprecedented performances since the 2007 subprime crisis. Meanwhile the ECB maintained its policy rate around 0%. The listed market being expensive and the bond one not lucrative enough, many institutional investors are attracted by Private Equity generating record high dry powder levels. What if the next financial crisis could come from unlisted assets ?

Keywords : Private Equity, unlisted assets, valuation

Liste des abréviations

AUM : *Asset Under Management* ou actifs sous gestion, valeur totale de tous les actifs financiers que gère une institution financière.

BCE : Banque Centrale Européenne.

CDO : *Collateralized Debt Obligation* ou titre de créance collatéralisé.

DPI : *Distribution to Paid-In capital* ou taux de retour effectif, somme réellement versée aux investisseurs rapportés aux capitaux appelés (DPI = distributions / capitaux appelés).

Dry powder : capitaux en réserve en attente d'être investis.

EBITDA : *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization* (EBITDA = chiffre d'affaires hors taxes - achats - charges externes - charges de personnel - autres charges = résultat net + charges d'intérêts + charges d'impôts + amortissements et provisions).

ESG : Environnemental Social et de Gouvernance.

EV : *Enterprise Value* ou valeur de l'entreprise, correspond à la valeur des cash-flows libres (globalement, EV = capitaux propres + dette - cash).

FED : *Federal Reserve*, banque centrale américaine.

FMV : *Fair Market Value* ou valeur de marché.

GP : *General Partner*, fonds d'investissement.

IDE : Investissement Direct à l'Étranger.

ILPA : *Institutional Limited Partners Association*.

IPO : *Public Initial Offering* ou introduction en bourse.

IRR : *Internal Rate of Return* ou Taux de Rendement Interne (TRI).

LBO : *Leverage Buy-Out* ou achat à effet de levier, montage financier permettant le rachat d'une entreprise par le biais d'une société holding.

LP : *Limited Partner*, investisseurs dans les fonds.

LTM : *Last Twelve Months*, douze derniers mois.

PE : *Private Equity* ou capital investissement.

PGE : Prêts Garantis par l'Etat.

PIB : Produit Intérieur Brut.

P2P : *Public to Private* ou opération de retrait de cote.

TVPI : *Total Value to Paid-In capital*, somme du taux de retour effectif et du taux de retour espéré ($TVPI = DPI + RVPI$).

RVPI : *Residual Value to Paid-In capital* ou taux de retour espéré, valeur estimative du fonds rapportée aux capitaux appelés ($RVPI = \text{valeur résiduelle du fonds} / \text{capitaux appelés}$).

WACC : *Weighted Average Cost of Capital* ou coût moyen pondéré du capital.

Glossaire

Investisseurs institutionnels : Investisseurs de long terme (fonds de pension, assureurs, organismes de placement collectif).

Finance comportementale : Application de la psychologie à la finance.

Contrat à terme : Engagement d'acheter ou vendre à un prix fixé dès aujourd'hui pour une livraison future.

Capital-risqueur : Investisseur en *startups* et nouvelles technologies.

Titrisation : Transformation des créances détenues par une banque en titres négociables.

Chaîne de Ponzi : Montage financier frauduleux consistant à rémunérer les premiers clients avec les fonds des nouveaux entrants.

Too big to fail : Trop gros pour faire faillite - concept économique décrivant la faillite d'une banque ou de toute autre institution financière comme ayant des conséquences trop désastreuses sur l'économie pour que les pouvoirs publics n'organisent pas de plans de secours.

Arbitrage : Opération financière destinée à assurer un gain positif ou nul de manière certaine en profitant d'écarts temporaires de prix constatés.

Price-Earning ratio : Capitalisation boursière / résultat net.

Market makers : Animateurs de marché - acteur des marchés financiers dont le rôle principal est d'assurer la liquidité des titres.

Management fees : Frais fixes ou variables du GP pour la gestion du capital du LP.

Carried interest : Pourcentage des plus-values qui revient au GP.

Spray and pray : Asperger et prier - stratégie consistant à investir des petits tickets dans beaucoup de *startups* en espérant qu'une ou plusieurs deviennent très rentables.

Licorne : *Startup* valorisée à plus d'un milliard de dollars.

Scalable : Capacité d'une entreprise à augmenter fortement ses revenus sans générer trop de coûts additionnels.

LBO secondaire : Un LBO qui succède à un précédent LBO.

Pays émergents : Économies ayant un PIB par habitant faible ou moyen.

Build-up : Rachat et intégration d'une société opérant sur le même secteur d'activité.

Due-diligences : Vérifications de l'investisseur avant une transaction afin d'avoir une idée précise sur la situation de l'entreprise.

Spread : Écart entre deux taux ou indices.

Marge opérationnelle : Résultat / Chiffre d'affaires.

Bridge financing : Prêt relais permettant de financer une opération en attendant que l'argent des LPs soit appelé.

Bps : Points de base, un bp est égal à 0.01%.

Table des matières

Intérêt du sujet	2
Remerciements	2
Résumé	2
Liste des abréviations	4
Glossaire	6
Table des matières	8
Introduction	12
1. Revue de Littérature	17
1.1 Les grandes tendances économiques actuelles...	17
1.1.1 Définitions et illustrations de la notion de bulle	17
1.1.1.1 Définitions, causes et exemples de bulles	17
1.1.1.1.1 Définitions	17
1.1.1.1.2 Principales causes	18
1.1.1.1.3 Quelques exemples	19
1.1.1.2 Les étapes d'une bulle	22
1.1.2 Un cycle économique qui pourrait toucher à sa fin...	23
1.1.2.1 Définition de cycle économique	23
1.1.2.2 L'état actuel de l'économie mondiale	25
1.1.3 ... couplé à un environnement de taux bas	26
1.2 ... rendent le marché des actifs non cotés de plus en plus attractif...	28
1.2.1 Historique, réglementations, outils et prime de liquidité	28
1.2.1.1 Historique	28
1.2.1.2 Règlements des fonds	28
1.2.1.3 Outils de mesure	29
1.2.1.4 La notion de prime de liquidité	30
1.2.2 Un engouement grandissant des LPs pour le non coté...	31
1.2.2.1 Des niveaux de dry powder en forte croissance	31
1.2.2.2 Le développement du co-investissement	33
1.2.3 ... face au déclin de la cotation en bourse	34
1.2.3.1 Les contraintes constantes de la cotation	34

1.2.3.2 Des cotations de moins en moins avantageuses	34
1.2.3.3 Etude de cas symptomatique : les startups	35
1.3 ... créant ainsi un risque de bulle	37
1.3.1 Un marché du non coté de plus en plus cher...	37
1.3.1.1 Des multiples d'acquisition en hausse...	37
1.3.1.2 ...pour un nombre de deals constant...	38
1.3.1.3 ...et un nombre de LBOs secondaires en forte augmentation	39
1.3.2 ..., diversifié	40
1.3.2.1 Diversification des géographiques à la recherche du risque pays	40
1.3.2.2 Diversification des stratégies	41
1.3.3 ..., intermédié	42
1.3.3.1 L'arrivée de nouveaux acteurs	42
1.3.3.2 Le marché secondaire en plein essor	42
1.3.4 ..., et artificiel ?	43
1.3.4.1 La diminution de la prime de liquidité	43
1.3.2.2 La question de la création de valeur	44
2. Méthodologie de recherche	47
2.1 Hypothèses émises à partir de la revue de littérature	47
2.1.1 Synthèse de la revue de littérature	47
2.1.2 Hypothèses	47
2.2 Méthodologie de la recherche empirique	49
2.2.1 Etude qualitative	49
2.2.2 Panel de répondants	49
2.2.3 Limites potentielles	50
3. Résultats et axes de réflexion	53
3.1 Les résultats	53
3.1.1 Les grandes tendances du marché depuis 2008	53
3.1.1.1 Les éléments vus dans la revue de littérature	53
3.1.1.2 Les éléments additionnels	53
3.1.2 Les éléments encourageants de ces tendances	54
3.1.2.1 Sur le plan financier	54
3.1.2.2 Sur le plan extra-financier	55
3.1.3 Les éléments inquiétants de ces tendances	55
3.1.3.1 Sur le plan financier	55

3.1.3.2 Sur le plan extra-financier	56
3.1.4 L'existence d'une bulle financière	57
3.1.4.1 Les définitions d'une bulle financière	57
3.1.4.2 Les avis sur l'existence d'une bulle financière	58
3.2 Les axes de réflexion	59
3.2.1 Les outils disponibles pour palier aux risques	59
3.2.1.1 L'avis des GPs	59
3.2.1.2 L'avis des LPs	60
3.2.2 La crise du COVID-19	60
3.2.2.1 L'avis des GPs	61
3.2.2.2 L'avis des LPs	61
Conclusion	64
Bibliographie	67
Table des illustrations	69
Annexes	70
Annexe 1 : Schéma LPs / GPs	70
Annexe 2 : Traduction de la citation de Joseph E. STIGLITZ	71
Annexe 3 : Traduction de la citation de Robert SHILLER	72
Annexe 4 : Traduction de la citation de Dan ARIELY	73
Annexe 5 : Traduction de la citation de Wesley C. MITCHELL	74
Annexe 6 : Schéma d'une transaction secondaire	75
Annexe 7 : Questionnaire administré aux répondants	76
Annexe 8 : Entretien 1, Private Equity Analyst (GP) chez Experienced Capital	78
Annexe 9 : Entretien 2, Private Equity Associate (GP) chez InnovaFonds	82
Annexe 10 : Entretien 3, Investment Manager (LP) à la Caisse des Dépôts	86
Annexe 11 : Entretien 4, Économiste chez Natixis	90
Annexe 12 : Entretien 5, Private Debt MD (GP) chez Eiffel Investment Group	94

INTRODUCTION

Introduction

Le dernier krach financier d'ampleur mondiale remonte à plus d'une décennie en arrière avec la crise des subprimes de 2008. Depuis ce retournement, on constate une croissance globale des marchés financiers. La seule année 2019 est marquée par des valorisations records. En décembre, l'indice CAC 40 dépasse la barre des 6000 points et affiche une croissance de 26% sur l'année : du jamais vu depuis 12 ans. Sur les marchés européens et outre-atlantiques, on observe la même tendance. DAX30, S&P 500, Dow Jones ou encore Nasdaq ne se sont historiquement jamais aussi bien portés. A l'échelle des entreprises, Apple devient en janvier la société privée la mieux valorisée de tous les temps avec une capitalisation boursière de 1426 milliards de dollars et Saudi Aramco signe en décembre une introduction en bourse record à plus de 2100 milliards de dollars.

Ces performances sont couplées à des taux d'intérêts obligataires particulièrement bas. Les banquiers centraux que sont la Banque Centrale Européenne et la Réserve Fédérale Américaine imposent des taux directeurs faibles (cf. figure 1 ci-dessous) dans le but de dynamiser leur zone économique respective.

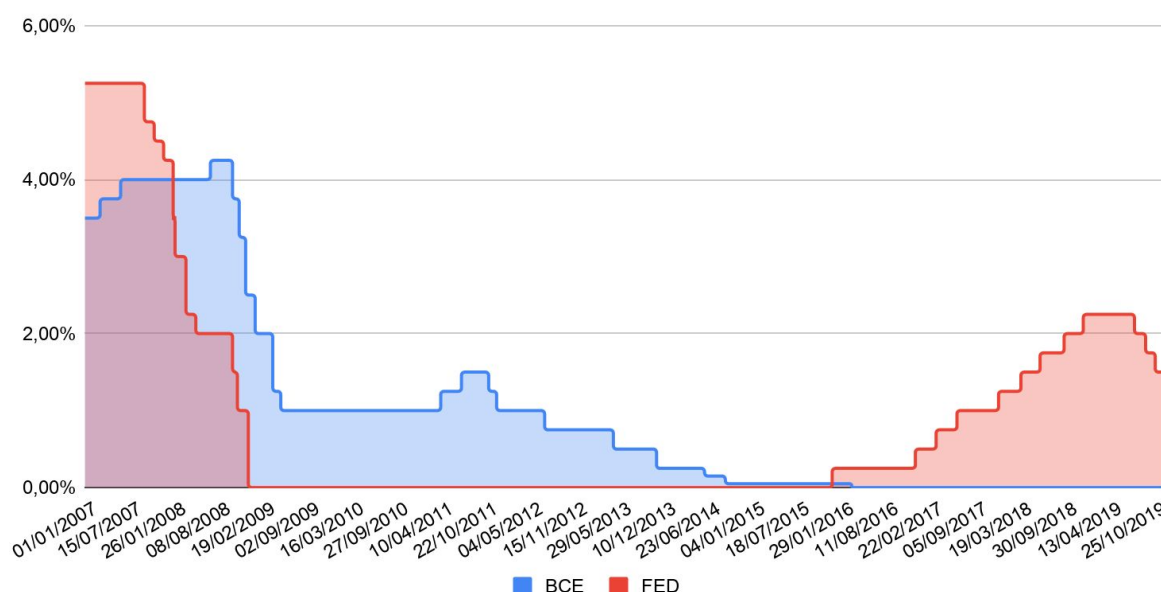


Figure 1 : Evolution des principaux taux directeurs (Source : BCE / FED)

Face à ces conditions - un marché coté cher et un marché obligataire pas assez rémunérateur - beaucoup d'investisseurs institutionnels¹ se tournent vers le non coté. Ce dernier représente l'ensemble des actifs privés qui ne sont pas échangés sur les places boursières.

¹ Investisseurs de long terme (fonds de pension, assureurs, organismes de placement collectif)

Historiquement il concerne des entreprises de petite taille n'ayant pas encore fait leur introduction en bourse. Mais tel n'est plus le cas. Beaucoup de sociétés de grande taille décident maintenant de rester ou de redevenir non cotées, car cela présente plusieurs avantages comme la non divulgation de certaines données financières au public ou encore la protection contre les menaces liées au marché (OPA hostile, volatilité des cours de bourse).

Contrairement aux cotées, les entreprises non cotées ne peuvent pas être détenues et échangées par des actionnaires publics. Elles sont généralement contrôlées par leurs fondateurs, des familles ou des investisseurs privés. Ces derniers peuvent être des fonds de capital investissement dits de *Private Equity* en anglais. En tant que *General Partner*, ils investissent l'argent de leurs *Limited Partners* dans diverses entreprises formant ainsi un portefeuille (cf. [annexe 1](#)). En fonction de leur stratégie, les fonds de *Private Equity* peuvent influencer ou non les décisions de leurs sociétés en portefeuille. Ils affichent traditionnellement des performances supérieures aux indices boursiers en raison de la prime de liquidité que confère le non coté.

Au cours des dernières années, l'investissement dans le non coté connaît un engouement palpable. Il s'est progressivement diversifié et ne concerne désormais plus uniquement les entreprises mais aussi les actifs réels : infrastructure, immobilier et ressources naturelles. Les levées de fonds ont connu une croissance continue autant en volume qu'en nombre. Divers acteurs font leur arrivée avec des stratégies de plus en plus sophistiquées.

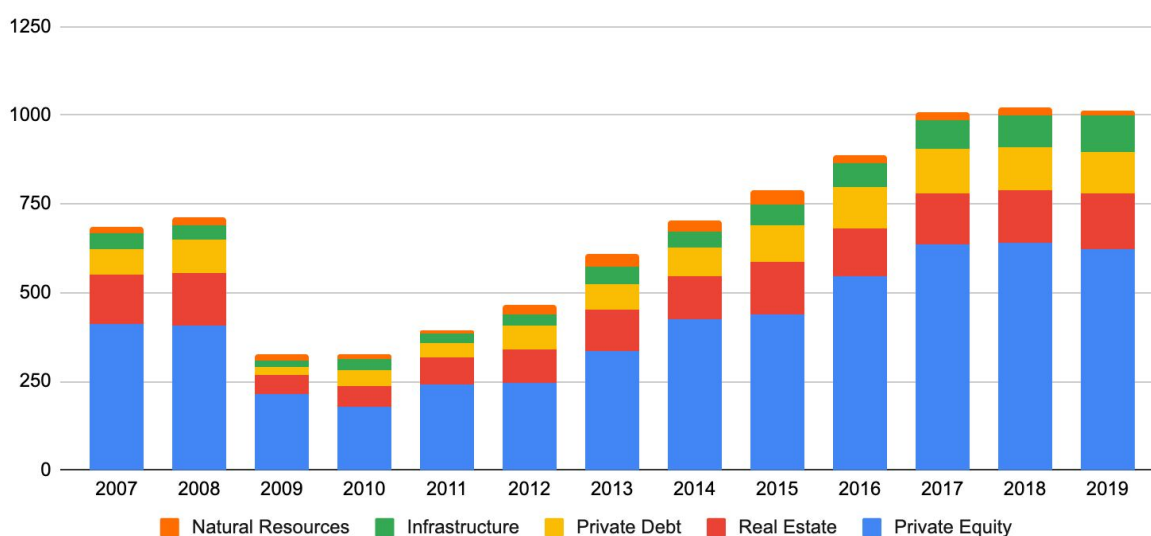


Figure 2 : Evolution des levées de fonds en Md\$ (Source : Preqin)

Ainsi, selon le Financial Times, le *Private Equity* possède une *dry powder* de 2.5 trillions de dollars en 2019. Cela représente l'équivalent de 3% du PIB mondial. Alors que les économistes s'accordent sur un retournement de cycle imminent, la situation interroge.

Et si finalement la prochaine crise financière venait des actifs non-cotés ?

L'idée de ce mémoire est simple : se demander si la valorisation des actifs non cotés est justifiée. Ce sujet nous amènera dans une première partie à faire un état des lieux des grandes tendances économiques pour mieux comprendre l'attractivité du marché non coté. Dans une deuxième partie, nous partirons à la rencontre de professionnels (investisseurs et économistes) pour leur demander leur avis et comprendre les conséquences systémiques d'une potentielle survalorisation.

Comme évoqué précédemment la notion d'actif non coté est vaste. On peut distinguer cinq classes, qui comportent elles-mêmes différentes stratégies :

- Le capital investissement (*venture capital, growth, buyout, turnover*),
- La dette privée (*direct lending, mezzanine, distressed*),
- L'immobilier (*core +, core, value-add, opportunistic*),
- L'infrastructure (*greenfield, brownfield*),
- Les ressources naturelles (*timber, energy, water*).

Pour des raisons pratiques et de cohérence, le périmètre de recherche se concentrera sur le capital investissement et ses stratégies *growth* et *buyout*. C'est en effet la classe d'actifs sur laquelle le plus d'informations est disponible via notamment des bases de données comme Preqin. Les stratégies *growth* et *buyout* concernent des entreprises dotées d'une taille significative tout en restant en phase de croissance ou de maturité - c'est également assez représentatif du paysage économique.

Dans le but d'être le plus exhaustif possible, aucune limitation géographique n'est prévue. Nous garderons pour autant à l'esprit que le marché du *Private Equity* reste très concentré sur trois régions : l'Amérique du Nord, l'Europe et l'Asie-Pacifique.

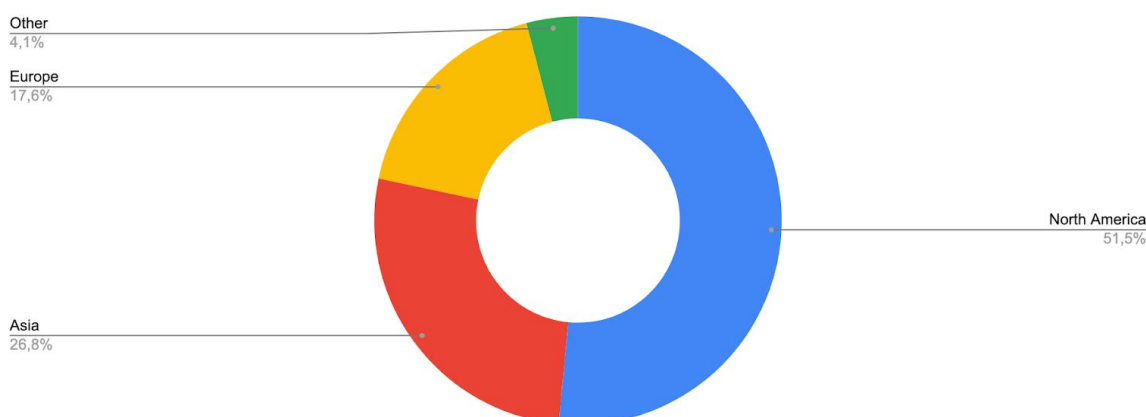


Figure 3 : Répartition des AUM en capital investissement (Source : Preqin)

Avertissement

Ce sujet a une composante temporelle forte. La partie revue de littérature se basera sur des publications scientifiques et données arrêtées au 31 décembre 2019. Ainsi toutes publications ou événements économiques postérieurs à cette date ne seront pas pris en compte. La partie empirique quant à elle tentera autant que possible d'intégrer les changements les plus récents, en particulier la crise du COVID-19.

PARTIE 1 : REVUE DE LITTÉRATURE

1. Revue de Littérature

1.1 Les grandes tendances économiques actuelles...

1.1.1 Définitions et illustrations de la notion de bulle

1.1.1.1 Définitions, causes et exemples de bulles

1.1.1.1.1 Définitions

La définition la plus commune du terme de bulle économique nous vient de l'économiste américain et lauréat du prix nobel Joseph E. STIGLITZ (1990).

*“If the reason that the price is high today is **only** because investors believe that the selling price will be high tomorrow - when “fundamental” factors do not seem to justify such a price - then a bubble exists.”*

- Joseph E. STIGLITZ² (1990)

Robert SHILLER (2012) vient enrichir cette définition en intégrant la notion de finance comportementale³ :

*“A speculative bubble is a social epidemic whose contagion is mediated by price movements. News of price increases enriches the early investors, creating word-of-mouth stories about their success, which stir envy and interest. The **excitement** then lures more and more people into the market, which causes prices to increase further, attracting yet more people and fueling ‘new era’ stories, and so on, in successive feedback loops as the bubble grows.”*

- Robert SHILLER⁴ (2012)

Ces définitions posent deux conditions nécessaires et suffisantes à la création d'une bulle :

- (a) : L'absence de fondamentaux justifiant le prix.
- (b) : L'espoir que le prix de l'actif continue d'augmenter à l'avenir.

Autrement dit, on doit distinguer deux types de prix. D'une part, le prix fondamental est établi par un ensemble de variables et correspond à la valeur intrinsèque d'un actif. D'autre part, le prix de marché (FMV) fluctue selon l'offre et la demande - pour les actifs cotés, il est

² Traduction disponible cf. [annexe 2](#)

³ Application de la psychologie à la finance

⁴ Traduction disponible cf. [annexe 3](#)

fixé de manière instantanée sur les places boursières ; pour les actifs non cotés un travail de valorisation est réalisé selon plusieurs méthodes (actuarielle, comparable, DCF). Dans le cadre d'une économie efficiente, le prix fondamental est proche du prix de marché. Seulement, certaines causes incitent parfois le marché à penser que le prix va continuer de croître. Progressivement le prix fondamental s'éloigne de la *Fair Market Value* - ce dernier n'est plus justifié et une bulle se crée. Dès lors qu'un ou plusieurs acteurs en prennent conscience, on assiste à l'explosion de la bulle.

1.1.1.1.2 Principales causes

De prime abord, les marchés financiers apparaissent comme un ensemble extrêmement régulé et précis soumis à des règles mathématiques immuables. Pour le marché coté, les bourses font aujourd'hui appel à de puissants algorithmes et *data-centers* qui reflètent parfaitement le système de l'offre et de la demande. Pour le non coté, un nombre important d'acteurs travaille sur les valorisations des entreprises avec des techniques sophistiquées (équipes de valorisation en interne, cabinets d'audits). Comment expliquer alors ce phénomène de bulle sur les marchés ? Comment expliquer la présence d'irrationnel dans tout ça ?

*“We are all far **less rational** in our decision-making than standard economic theory assumes. Our irrational behaviors are neither random nor senseless: they are systematic and predictable. We all make **the same types of mistakes** over and over, because of the basic wiring of our brains.”*

- Dan ARIELY⁵ (2008)

Pour répondre à la question des causes des bulles, il faut s'intéresser aux grands principes de l'économie comportementale. C'est le Psychologue et Économiste Daniel KAHNEMAN (2002) qui pose les bases à la finance comportementale - discipline qui intègre désormais des facteurs psychologiques, neurologiques et microéconomiques au modèle traditionnel. Selon lui, l'Homme subit un certain nombre de biais cognitifs répartis en quatre catégories : la surabondance d'informations, le besoin d'agir vite, le besoin de mémorisation, le besoin de simplification. Ces biais vont être à la source de certains comportements jugés irrationnels. KAHNEMAN l'illustre avec la théorie des perspectives par exemple : à partir d'expériences conduites en laboratoire, il a été montré que pour compenser la douleur entraînée par une perte de 1000\$, il faut un gain de 2000\$. On a bien là un biais psycho-neurologique qui montre l'irrationalité du comportement humain face à la notion de gain et de perte.

⁵ Traduction disponible cf. [annexe 4](#)

Les bulles économiques ne sont finalement que le résultat de l'accumulation de ces biais cognitifs sur le temps. On distingue ainsi plusieurs phénomènes :

- *The greater fool theory* (en Français - théorie du plus grand fou) donne une explication au développement d'une bulle. Elle décrit un schéma dans lequel une personne achète un bien dans l'unique but de le revendre plus cher. Tant qu'il y a des "fous" pour continuer à acheter, le prix de l'actif augmente. Ce jeu d'arbitrage entraîne les derniers acheteurs à payer pour les gains des premiers.
- L'extrapolation consiste à se baser sur des prix historiques pour justifier un prix présent sans prendre en compte les éventuels changements qui ont pu apparaître. En d'autres termes, c'est se baser sur des fondamentaux passés et les transposer aujourd'hui. Cela peut induire un écart important et donc une bulle. Pour éviter ce genre de comportements, l'agence de régulation américaine SEC impose par exemple dans la règle 156 aux fonds d'investissements de communiquer à leur clients la mention suivante : "*Past performance is not indicative of future results*" (en Français - les performances passées n'indiquent en rien les résultats futurs).
- Le *Herding* (en Français - phénomène de troupeau) est selon Peter M. GARBER (2001) le fait qu'un investisseur vend ou achète dans la direction du marché. Ce phénomène est encouragé par une pression sociale forte ; en effet les investisseurs ont tendance à comparer leurs performances et sont rémunérés en fonction. Aller à l'encontre du marché peut leur causer du tort (impossible de lever leur prochain fonds, difficultés à expliquer le rationnel de leur investissement) - faire l'inverse en revanche peut à terme créer une bulle.
- Le *Moral hazard* (en Français - aléa moral) décrit par Adam SMITH (1776) est l'idée qu'un acteur prend davantage de risques lorsqu'une contrepartie se porte garant que lorsqu'il est isolé. Sur les marchés financiers, une banque a par exemple tendance à réaliser des investissements plus risqués dès lors qu'elle sait que certaines instances internationales comme les banques centrales ou le FMI assurent de potentielles non solvabilités.

1.1.1.1.3 Quelques exemples

Dans son ouvrage *Famous First Bubbles* (2001), Peter M. GARBER décrit plusieurs bulles financières historiques qui reprennent l'ensemble des causes potentielles abordées (cf. [1.1.1.1.2](#)).

D'abord, il décrit la "tulipomanie" comme étant la toute première bulle majeure que le monde ait connue. Au XVII^{ème} siècle, la tulipe est une fleur nouvelle donc assez rare et considérée comme précieuse - l'offre à l'époque est faible. En parallèle, le développement de certains courants de peinture néerlandais représentant des bouquets de fleurs crée la convoitise - la demande augmente. A cela s'ajoute des caractéristiques spécifiques des plantes à bulbe : plante saisonnière, possibilité à partir d'un bulbe d'en créer de nouveaux, vulnérabilité au potyvirus. En 1936, aux Pays-Bas, le cours de la tulipe s'envole. En raison de la saisonnalité, c'est essentiellement des contrats à terme⁶ qui sont vendus. Une peste bubonique survient alors dans plusieurs lieux de production durant l'hiver 1937 et la bulle explose en février de cette même année - les contrats ne pouvant pas être honorés. On a bien ici une manifestation de la théorie du plus grand fou. La tulipe n'est pas un bien essentiel et une partie des acheteurs les achète dans le seul but de les revendre plus cher même si le prix n'est plus justifié.

Puis, Peter GARBER prend l'exemple de la bulle de la *Mississippi Company*. Au début du XVIII^{ème} siècle, alors que la conquête de l'ouest battait son plein, l'Ecosais John LAW était à la tête de la compagnie du Mississippi en charge de l'exploitation des ressources coloniales françaises (coton, café etc) en Amérique. Ce dernier décida de coter les actions de l'entreprise à la bourse de Paris, tout en sur-vendant les ressources disponibles sur le nouveau continent. Les titres initialement issus à 500 livres en 1718 atteignent rapidement 15 000 livres en 1720. Seulement, des informations ont fini par parvenir à la métropole concernant les véritables stocks disponibles et le cours retomba à 500 livres en 1721. On observe une bulle spéculative liée à une asymétrie importante d'informations et quelque part à une extrapolation des richesses disponibles.

Ensuite, on peut aborder la bulle internet ou *dot-com bubble*. Dans les années 1990, le monde connaît un engouement fort pour les nouvelles technologies avec le déploiement progressif des ordinateurs et d'internet - 35% des ménages américains dispose d'internet en 1997 contre seulement 15% en 1990. C'est l'âge d'or d'un écosystème qui s'est progressivement installé autour de la baie de San Francisco ou *Silicon Valley* - les capital-risqueurs⁷ lèvent très facilement leurs fonds (plus de 30 milliards de dollars investis en 2000 aux Etats-Unis, une première dans l'histoire) et les introductions en bourse d'entreprises technologiques se multiplient. L'indice de référence NASDAQ dépasse les 4700 points et plusieurs lois sont passées pour alléger les taxes sur les investissements innovants. Ainsi, s'est opéré le *herding* ou phénomène de troupeau. Beaucoup d'investisseurs ont misé sur des entreprises pas encore rentables sans en connaître le sous-jacent économique pour tenter de profiter de l'effet de mode. Lors de l'explosion de la bulle en 2002, de nombreuses fraudes ont été révélées.

⁶ Engagement d'acheter à un prix fixé dès aujourd'hui pour une livraison future

⁷ Investisseurs en *startups* et nouvelles technologies

Enfin, la dernière crise majeure avec une ampleur mondiale à savoir la crise immobilière des *subprimes* de 2007 possède des caractéristiques qui lui sont propres. A la suite de l'augmentation des taux directeurs de la FED en 2005, il devient très intéressant de prêter de l'argent et le marché du crédit explose, en particulier celui de la dette immobilière. Les banques bénéficient d'une législation assez souple et peuvent alors développer des instruments financiers de plus en plus sophistiqués : les *subprimes*, des crédits hypothécaires très risqués mais surtout les *collateralized debt obligations* (CDO). En ayant recours à la titrisation⁸ et en rassemblant plusieurs dettes, les CDOs ont permis d'augmenter le *rating* des certains produits. Ainsi, un grand nombre de CDOs ont obtenu une note dite *investment grade* c'est-à-dire peu risquée malgré la présence de sous-jacents considérés comme très risqués. Concrètement, un grand nombre de particuliers notamment aux Etats-Unis ont pu emprunter pour acheter un ou plusieurs logements bien qu'ils n'étaient pas solvables. Cette facilité de crédit a eu pour conséquence d'augmenter le prix de l'immobilier, qui n'était plus soutenu par les fondamentaux. La bulle a été révélée progressivement entre 2007 et 2009 avec des faillites successives d'institutions financières (Kauthing, AIG, Lehman Brothers, Bear Stearns). La crise a aussi révélé certaines fraudes comme la chaîne de ponzi⁹ de Bernard MADOFF. Si l'on reprend les causes possibles, cette bulle a été sujette d'une part à un phénomène d'extrapolation avec l'idée que le marché d'immobilier ne peut pas s'effondrer ; mais aussi d'aléa moral de MARX - les risques pris par les banques ont été plus importants de part avec le concept du *too big to fail*¹⁰.

Le tableau suivant récapitule les différentes crises décrites :

Bulle	Lieu, date	Causes
Tulipomanie	Pays-Bas, 1636-1637	Théorie du plus grand fou ou <i>greater fool theory</i>
Mississippi	Etats-Unis, 1720-1721	Extrapolation et asymétrie d'informations
Internet	Monde, 2000	Phénomène de troupeau ou <i>Herding</i>
<i>Subprime</i>	Monde, 2007-2009	Aléa moral ou <i>moral hazard</i>

L'histoire a connu plusieurs autres bulles de plus ou moins grande échelle concernant différentes classes d'actifs autres que les actions et les obligations : les ressources naturelles

⁸ Transformation des créances détenues par une banque en titres négociables

⁹ Montage financier frauduleux consistant à rémunérer les premiers clients avec les fonds des nouveaux entrants

¹⁰ Trop gros pour faire faillite - concept économique décrivant la faillite d'une banque ou de toute autre institution financière comme ayant des conséquences trop désastreuses sur l'économie pour que les pouvoirs publics n'organisent pas de plans de secours

(bulle uranium de 2007, or/argent de 1976-1980), les infrastructures (bulle de la *Railway mania* 1846) et autres (bulle des crypto-monnaies 2016-2018).

1.1.1.2 Les étapes d'une bulle

L'Economiste historien américain Charles P. KINDLEBERGER (2005) distingue cinq étapes cycliques d'une bulle dans *Manias, Panics and Crashes* : la phase de remplacement, d'explosion, d'euphorie, de détresse et de panique. Le Chercheur canadien Jean-Paul RODRIGUE (2000) dans *L'espace économique mondial: les économies avancées et la mondialisation* propose une interprétation très visuelle de la notion de bulle en détaillant l'ensemble des étapes.

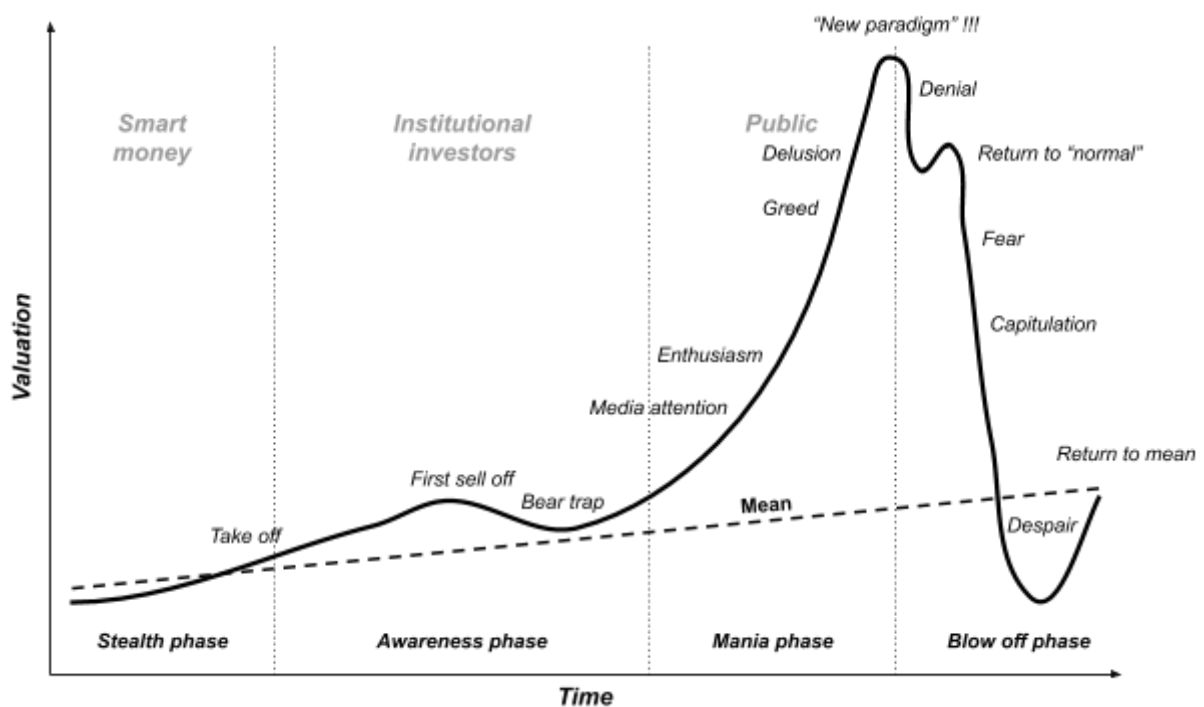


Figure 4 : Les étapes d'une bulle selon Jean-Paul RODRIGUE (2000)

Jean-Paul RODRIGUE (2000) décrit quatre phases :

- *Stealth phase* : Généralement survenant après une phase de crise, les valorisations sont basses. C'est le moment de potentiellement faire des "bonnes affaires". Les fonds optant pour des stratégies opportunistes réussissent à acheter des actifs en difficultés avec une remise.
- *Awareness phase* : Une prise de conscience s'opère ensuite avec l'arrivée sur le marché des professionnelles de l'investissement et institutionnels. On observe un

afflux massif de capitaux qui permet d'initier de la croissance et un regain de confiance. C'est l'étape qui prend le plus de temps.

- *Mania phase* : Progressivement, l'opinion publique est alertée par les médias de l'opportunité - ce qui crée un fort enthousiasme pas toujours justifié.
- *Blow off phase* : Dès lors que plusieurs investisseurs se rendent compte de la survalorisation, un sentiment de peur s'immisce et la bulle finit par exploser.

1.1.2 Un cycle économique qui pourrait toucher à sa fin...

1.1.2.1 Définition de cycle économique

L'Economiste américain fondateur du *National Bureau of Economic Research*, Wesley C. MITCHELL (1946) donne au cycle économique la définition suivante :

*“Business cycles are a type of fluctuation found in the aggregate economic activity of nations that organize their work mainly in business enterprises: a cycle consists of **expansions** occurring at about the same time in many economic activities, followed by similarly general **recessions, contractions, and revivals** which merge into the expansion phase of the next cycle; in duration, business cycles vary from more than one year to ten or twelve years; they are not divisible into shorter cycles of similar characteristics with amplitudes approximating their own.”*

- Wesley C. MITCHELL¹¹ (1946)

Il distingue ainsi plusieurs phases avec des caractéristiques bien particulières :

- L'expansion

Cette phase de prospérité économique est caractérisée par une forte croissance des principaux indices (PIB, valorisation des entreprises etc.). L'accès au crédit est grandement facilité avec des taux d'intérêt réduits, ce qui entraîne un afflux de liquidité sur les marchés et une force d'investissement importante. De manière générale, les salaires augmentent entraînant une augmentation des coûts et un abaissement des marges. On peut également observer des effets d'arbitrage¹² importants. Les stocks augmentent jusqu'à ne plus être en phase avec la demande entraînant la fin de la période d'expansion. A ce moment là, des tensions se créent et une pression des crédateurs est exercée.

¹¹ Traduction disponible cf. [annexe 5](#)

¹² Opération financière destinée à assurer un gain positif ou nul de manière certaine en profitant d'écarts temporaires de prix constatés

- La récession

Un phénomène de panique s'active sur les marchés, des tensions se créent et les créiteurs exercent une pression de plus en plus forte avec des taux d'intérêts qui remontent. Cela entraîne une certaine méfiance et une baisse importante de la demande. Les taux d'intérêt remontent et le profit tout comme la valorisation des entreprises diminuent. Certaines ne parviennent pas à survivre, le nombre de faillites et le taux de chômage augmentent. On parle alors de récession avec une chute du PIB dans la plupart des pays du monde.

- La contraction

Lors de la phase de contraction, la pression mise sur les crédits est réduite mais la demande reste hésitante avec des stocks faibles pour gagner en efficacité générale. Les recrutements ne se font qu'en cas de réelle nécessité. Progressivement les taux d'intérêt diminuent et une phase de retour à la normale s'engage.

- Le retour à la normale

Dès lors que les conditions suivantes sont réunies - un taux de chômage important, une faible activité, une efficacité de la main d'oeuvre, un faible coût des matières premières, des taux d'intérêts redevenus raisonnables et une demande en hausse - un retour à la normale s'opère. Les investissements reprennent créant ainsi un nouveau marché en hausse et en pleine expansion, permettant au cycle de se répéter.

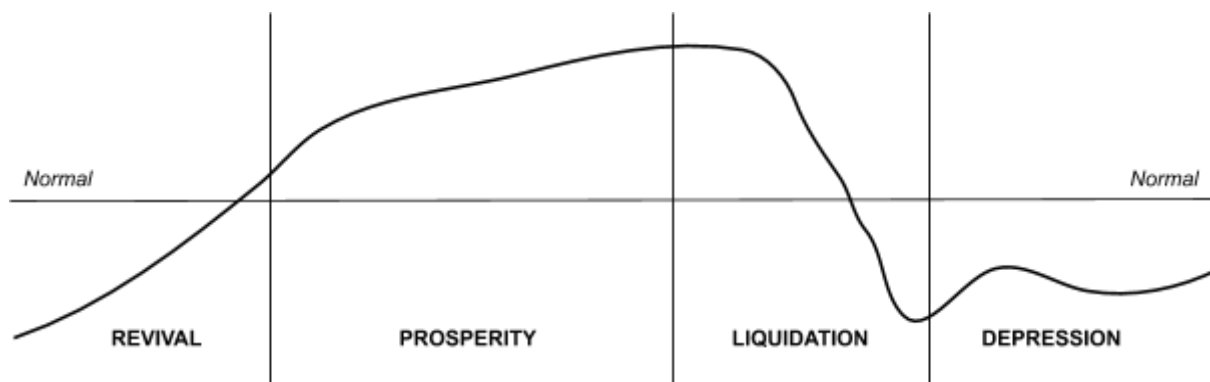


Figure 5 : Les forces du cycle économique par Malcolm C. RORTY (1922)

Pour C. MITCHELL, les cycles économiques durent entre dix et douze ans. Par la suite plusieurs Économistes donneront une temporalité plus longue pour expliquer pourquoi certaines crises ont des impacts plus marqués que d'autres. C'est le cas de l'Économiste Simon KUZNETS (1971) avec des cycles d'infrastructure de 15 à 25 ans ou de Nikolaï KONDRATIEFF (1935) avec des cycles technologiques de 40 à 60 ans. Mais comme nous nous intéressons ici au cycle des investissements, nous nous concentrerons sur le modèle de Wesley C. MITCHELL.

1.1.2.2 L'état actuel de l'économie mondiale

On constate aujourd'hui, fin 2019, plusieurs indicateurs du modèle de Wesley C. MITCHELL (1946) qui laissent paraître un cycle économique qui touche à sa fin et une phase de récession imminente. Sur le marché coté d'abord, si l'on observe l'évolution depuis janvier 2007 de plusieurs indices de références - l'Euro Stoxx 50 européen, le S&P 500 américain et le Nikkei 225 japonais - on constate bien les quatre phases du modèle évoqué plus haut.

La récession (2007 - 2009) : Suites aux importants défauts des crédits hypothécaires dits *subprimes*, l'ensemble des économies du monde tombe en récession. On observe une décroissance moyenne de 50% des principaux indices.

La contraction (2009 - 2013) : Pendant 4 ans, le marché se stabilise avec une tendance à la stagnation. Les Etats-Unis étant davantage en avance sur les cycles économiques, connaissent une phase de contraction plus rapide.

Le retour à la normale (2013 - 2016) : On constate ensuite un retour à la normale des indices. Le S&P 500 atteint son niveau historique de 2007 en 2012 seulement cinq ans après la crise et témoigne de la bonne santé de l'économie américaine. Le Nikkei 225 atteint ce stade trois ans plus tard en 2015.

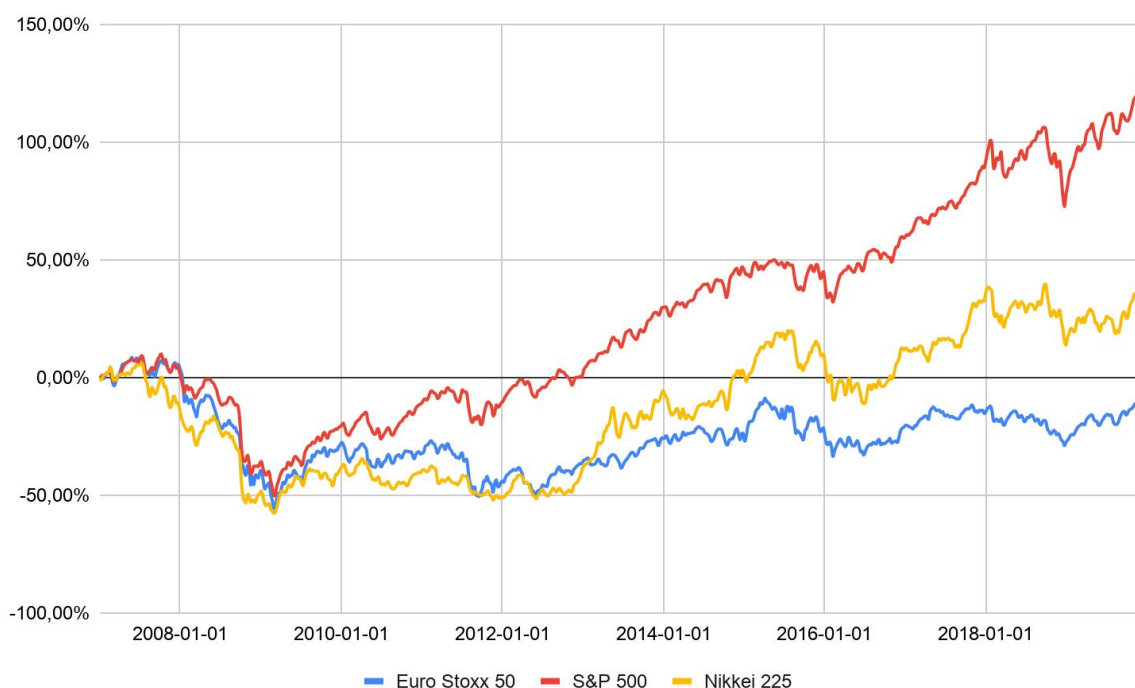


Figure 6 : Evolution de croissance des indices de référence entre 2007 et 2019 (Source : Yahoo Finance)

L'expansion (2016 - 2019) : A partir de 2016, seul l'indice européen Euro Stoxx 50 ne parvient pas à revenir à son niveau historique - cela s'explique avec une zone euro affaiblie depuis la crise de la dette grecque et une démographie vieillissante. Les deux autres indices connaissent une phase d'expansion importante.

Si l'on reprend la figure 2 de l'évolution des levées de fonds, on observe une tendance très similaire sur le marché de non coté avec ces quatre phases distinctes.

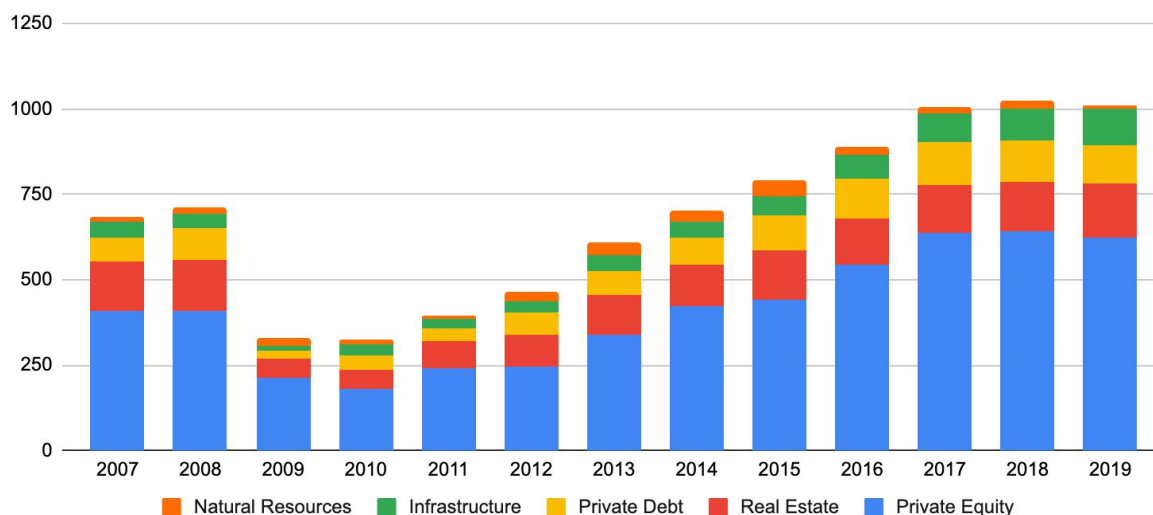


Figure 2 : Evolution des levés de fonds en Md\$ (Source : Preqin)

1.1.3 ... couplé à un environnement de taux bas

Ces valorisations records sont aujourd'hui dopées par un environnement de taux bas. Les deux principales banques centrales - la Réserve Fédérale américaine et la Banque Centrale Européenne - ont depuis 2009 maintenu les taux d'intérêts de référence entre 0% et 2,2%. Cette politique a permis de stimuler l'économie mondiale ; les banques ont pu prêter de l'argent à des taux très avantageux pour les entreprises. Ces dernières ont donc eu recours à la dette pour se développer et donc générer de la croissance.

Pierre GRUSON (2020), professeur à KEDGE Business School, observe tout de même une remontée des taux en 2017 avec l'arrivée au pouvoir de Donald TRUMP aux Etats-Unis, qui a poussé vers la sortie Janet YELLEN et convoqué Jerome POWELL à la tête de la FED. Mais après deux ans de remontée des taux, le président des Etats-Unis a fini par réclamer une baisse des taux pour pouvoir concurrencer la zone euro. Cela a créé un afflux de liquidité fin 2019 venant en support d'actifs atteignant pourtant déjà des valorisations records.

Sur le marché du non coté, la baisse des taux directeurs a permis un accès facile à la dette encourageant les opérations de LBO (*Leverage Buy Out*) - c'est à dire l'acquisition d'une entreprise en ayant recours à la dette. L'étude réalisée par Bain & Company (2020) sur le marché du PE a ainsi montré qu'en 2019 près de 40% des opérations LBO avaient un levier supérieur à 7x - un niveau similaire à 2007 avant la crise des subprimes.

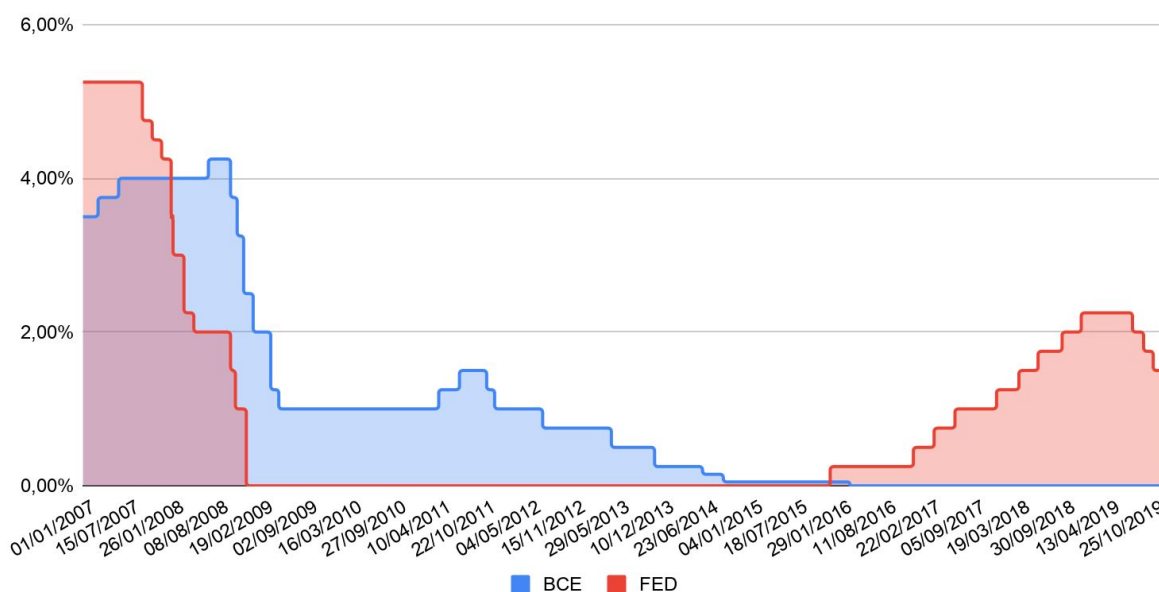


Figure 1 : Evolution des principaux taux directeurs (Source : BCE / FED)

Ce retour à des niveaux de leviers importants interroge. En effet si ces derniers permettent de gagner en efficacité notamment pour ce qui est du WACC ou coût moyen pondéré du capital (la dette coûte moins que l'*equity*), cette ingénierie financière n'apporte pas nécessairement une création de valeur de type croissance organique ou externe. Par ailleurs, l'OCDE (2013) met en garde contre le phénomène de "sociétés zombies". Il s'agit d'entreprises dont la survie dépend des taux bas. Dès lors qu'un choc économique se produit et que les intérêts remontent, elles se retrouvent condamnées à ne plus pouvoir rembourser leurs prêts et font ainsi faillites.

1.2 ... rendent le marché des actifs non cotés de plus en plus attractif...

1.2.1 Historique, réglementations, outils et prime de liquidité

1.2.1.1 Historique

A l'issue de la Seconde Guerre mondiale, le capital investissement s'est progressivement structuré aux Etats-Unis. L'investissement dans les entreprises non coté n'est désormais plus réservé aux grandes familles de l'époque comme les Morgans, les Rockefellers ou les Whitney. Des firmes spécialisées naissent notamment dans le *venture capital* à destination de projet technologique. Les Etats-Unis votent le *Small Business Investment Act* (1958) qui encadre et délivre une licence aux premières firmes d'investissement.

En ce qui concerne les entreprises plus matures ou *Private Equity*, les principales banques d'affaires avaient une branche en charge de cette activité. Puis, au milieu des années 1970, plusieurs sociétés indépendantes voient le jour. C'est le cas de la célèbre firme KKR & Co fondée en 1976 par trois anciens banquiers de Bear Stearns : Jerome Kohlberg, Henry Kravis et Georges Robert. KKR est considérée par beaucoup comme la première entreprise à avoir recours à la dette dans ses investissements. Ces opérations dites LBO (*Leveraged Buy Out*) étaient appelées *bootstrap investments* à l'époque - littéralement investissements d'amorçage.

A l'époque, les LBOs ciblaient principalement les entreprises encore dirigées par des familles qui commençaient à connaître des problèmes de succession. C'est autour de ces dernières qu'a vu le jour un grand nombre de fonds de capital investissement encore aujourd'hui existant : Cinven (1977) en Europe ou Blackstone (1985) et The Carlyle Group (1987) aux Etats-Unis.

1.2.1.2 Règlementations des fonds

A l'issue de la crise des *subprimes* de 2008, plusieurs textes ont été mis en application et sont venus transformer le paysage du capital investissement. Selon Le nouvel Economiste (2011), les nouvelles règles prudentielles Solvency II (2009) et Bâle III (2010) ont imposé des ratios de liquidité plus importants pour les assureurs et les banques. Cela a entraîné un accroissement du coût des investissements en capitaux propres. Les banques ont alors pour la plupart abandonné leurs activités de *Private Equity*. C'est par exemple le cas de BNP, qui a rendu indépendant PAI – sa branche de capital investissement. Les nouvelles règles ont également eu un impact sur l'accès au crédit et donc sur les opérations de *Leveraged Buy*

Out. Et selon Gonzague DE BLIGNIERES ce sont « ceux qui utilisent le plus l'effet de levier qui vont le plus souffrir » de ces nouvelles réglementations.

De leur côté, les États-Unis ont également engagé des démarches afin de mieux réguler les marchés financiers. Le *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act* (2010) vise à plus de stabilité, de transparence et à mettre fin au système *too big to fail*. En ce qui concerne le capital investissement, l'article 619 aussi appelé *Volcker rule* limite les activités spéculatives et non-liquides des banques comme le trading propriétaire mais aussi les investissements de type *hedge fund* et en *private equity*.

Finale­ment, au début des années 2010, les nouvelles régulations ont entraîné l'indépendance des activités du *Private Equity*. Elles ont aussi rendu plus difficile l'accès au crédit pour les PME et donc ouvert la voie à davantage d'investissements en capitaux propres et de financements par la dette privée – sources d'opportunités pour le marché du non coté.

1.2.1.3 Outils de mesure

Il est intéressant désormais de connaître quelques outils de mesure utilisés sur le marché du non-coté. Mark J. ANSON, Frank J. FABOZZI, Frank J. JONES (2010) en distinguent plusieurs multiples :

$$- \frac{EV \text{ (Enterprise Value)}}{EBITDA \text{ (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)}}$$

Le multiple EV / EBITDA permet de connaître la valeur d'une entreprise. Son calcul est généralement basé sur la moyenne des douze derniers mois (LTM). Il est l'équivalent du *Price Earning Ratio*¹³ pour le marché non coté. L'intérêt du multiple EV / EBITDA est qu'il permet d'être comparé à plusieurs entités. Par exemple, le multiple d'une entreprise de *tech* est généralement supérieur à celui du *retail* en raison de la croissance potentielle du marché.

$$- \frac{Net Debt}{EBITDA \text{ (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)}}$$

Le multiple Net Debt / EBITDA permet de connaître la capacité d'une entreprise à rembourser sa dette. Il donne également une indication sur l'utilisation du levier par un fonds d'investissement.

$$- DPI = \frac{Distributions}{Paid-In Capital}$$

Le multiple DPI (*Distribution to Paid-In capital*) mesure le retour effectif, la somme réellement versée aux investisseurs rapportée aux capitaux appelés.

$$- RVP I = \frac{Residual Value}{Paid-In Capital}$$

¹³ Capitalisation boursière / résultat net

Le multiple RVPI (*Residual Value to Paid-In capital*) mesure le taux de retour espéré, valeur estimative du fonds rapportée aux capitaux appelés.

$$TVPI = \frac{\text{Total Value}}{\text{Paid-In Capital}} = DPI + RVPI$$

Le multiple TVPI (*Total Value to Paid-In capital*) est la somme du taux de retour effectif et du taux de retour espéré.

1.2.1.4 La notion de prime de liquidité

Aswath DAMODARAN (1995), professeur à la NYU, décrit dans son ouvrage *Investment Strategies* la notion de prime de liquidité : plus un actif est facilement échangeable, plus sa valeur de marché augmente. Il distingue d'un côté les actifs très liquides comme les obligations d'état ou d'entreprises très bien notées et de l'autre les actifs peu liquides comme l'immobilier ou les actions d'entreprises non cotées.

On note également que l'actif d'un bilan comptable est rangé par ordre de liquidité avec en haut les éléments les moins liquides (actions), et en bas les éléments plus liquides (dette mezzanine, dette senior).

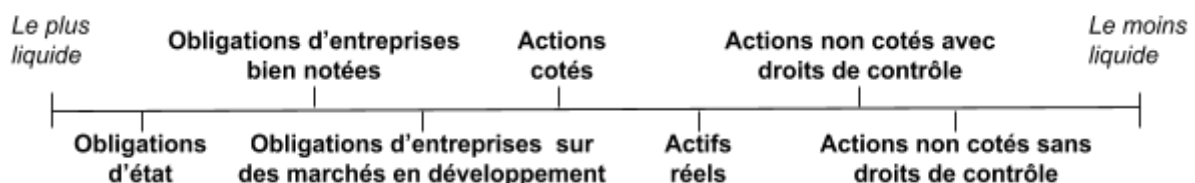


Figure 7 : Frise des différentes classes d'actifs par liquidité selon Aswath DAMODARAN (1995)

DAMODARAN détaille ensuite les quatre éléments à l'origine de la prime de liquidité d'un actif :

- *Brokerage cost* ou frais de courtage : Les actifs liquides s'échangent facilement sur des places efficaces comme la bourse pour les actifs cotés et bénéficient de faibles frais de courtage. À l'inverse, les actifs illiquides doivent généralement faire appel à des spécialistes de la transaction (*broker*, banques d'investissement) qui entraînent des frais importants.
- *Bid-ask spread* ou écart entre le prix de l'acheteur et celui du vendeur : On estime cet écart autour 0.1% sur les obligations du trésor américain - ce qui est très faible. Cet écart évolue négativement avec le nombre de *market makers*¹⁴, le prix, le volume de

¹⁴ Animateurs de marché - acteur des marchés financiers dont le rôle principal est d'assurer la liquidité des titres

transactions et positivement avec la volatilité. Ainsi, le *bid-ask spread* d'une action d'une petite entreprise peu connue sur marché dont la valeur fluctue beaucoup sera nettement supérieur à celle des obligations d'états.

- *Price impact* ou l'impact prix : Il correspond aux fluctuations que connaît le marché dès lors qu'un ordre est passé - augmentation lors d'un achat, diminution lors d'une vente. Plus le marché est liquide avec des volumes importants, plus l'impact prix sera négligeable. A l'inverse dans le cas d'un actif illiquide, le coût impact prix peut sensiblement faire varier la valeur de marché de l'actif. Par exemple, la vente d'une maison dans un petit village (marché immobilier illiquide) va avoir un impact prix beaucoup plus fort que la vente d'un appartement dans une grande ville (marché immobilier plus liquide).
- *Opportunity cost* ou coût de renoncement : Il est proportionnel au temps d'attente avant l'achat ou la vente d'un actif. Moins ce dernier est liquide, moins il sera échangeable rapidement et plus le coût d'opportunité sera important.

En définitive, la valorisation théorique des actifs non cotés est inférieure à celle du marché coté en raison de ces quatre coûts. Les investisseurs en actifs illiquides bénéficient donc d'une prime de liquidité. C'est là tout l'intérêt pour une entreprise non cotée de faire son introduction en bourse - en s'adressant à un marché public, elle gagne en liquidité et se voit revalorisée. On verra par la suite, qu'en pratique cela n'est pas toujours le cas (cf. [1.3.4.1](#)).

1.2.2 Un engouement grandissant des LPs pour le non coté...

1.2.2.1 Des niveaux de *dry powder* en forte croissance

Depuis sa naissance dans les années 1970 (cf. [1.2.1.1](#)), le *Private Equity* s'est progressivement développé et constitue désormais une classe d'actifs alternative au marché coté pour les investisseurs institutionnels. Mais ce phénomène s'est particulièrement accéléré dans les dernières années.

D'après Bain & Company (2020), les niveaux de *dry powder* – c'est-à-dire les capitaux levés mais pas encore investis - sur le marché non coté ont connu une croissance quasi-constante depuis dix-sept ans. Ils sont en effet passés de 500 milliards de dollars en 2003 à 2500 milliards en 2019 (soit une augmentation de +400%). Cet afflux de liquidité offert par les LPs interroge, notamment sur la capacité des GPs à déployer cet argent rapidement tout en conservant une rigueur sur les multiples d'acquisition.

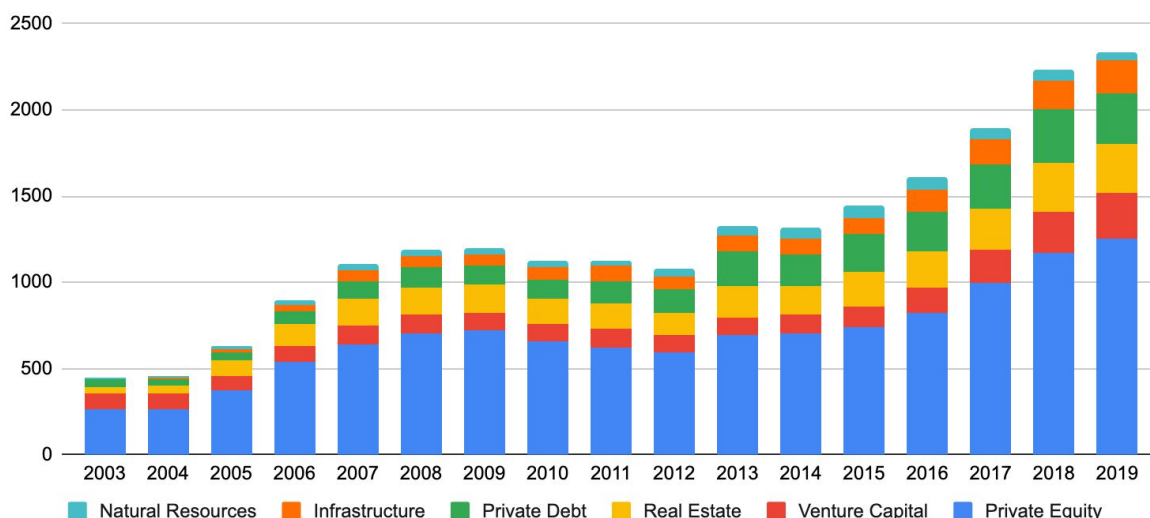


Figure 8 : Evolution des niveaux de dry powder en Md\$ (Source : Preqin)

Sur ce point, on constate qu'en 2019, la durée moyenne de la *dry powder* dans le PE est de 2,6 ans. Ce chiffre est en hausse constante depuis 2016.

La dernière hausse remonte à 2006 à l'aube de la crise des subprimes ; chaque crise entraîne en effet une incertitude sur les marchés et des difficultés pour les GPs à trouver des opportunités intéressantes. Pour autant et comme il n'y a pas eu de crise depuis 2016, cette récente augmentation peut être due à une saturation en *dry powder* du marché face à un nombre de *deals* constants. Il y a alors risque d'une augmentation des multiples d'acquisition et une interrogation sur la valorisation des titres non cotés.

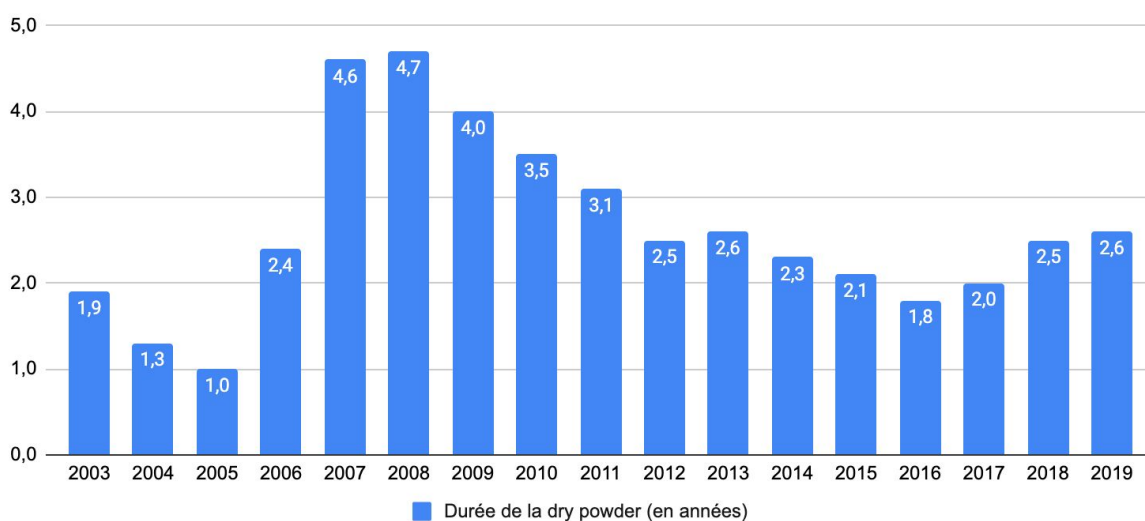


Figure 9 : Evolution de la durée moyenne des dry powders (Source : Preqin)

1.2.2.2 Le développement du co-investissement

Si les investisseurs institutionnels apportent de plus en plus de capitaux aux différents fonds de capital investissement, ils cherchent désormais aussi à maximiser leurs performances en s'exposant davantage. Pour se faire, un GP peut proposer à son LP d'investir en direct sur un projet d'investissement. Ces opérations sont généralement sans frais (*management fees*¹⁵ ou *carried interest*¹⁶). C'est ce que l'on appelle le co-investissement. Il permet à un LP de prendre plus de risques et de doper ses performances ; le GP quant à lui dispose davantage de capital pour soit investir dans des entreprises de tailles plus importantes, soit prendre des participations plus importantes.

Selon Bain & Company (2020), le marché du co-investissement est de 57 milliards de dollars en 2019 contre seulement 8 milliards 10 ans plus auparavant. Cela représente aujourd'hui environ 12% du marché total du *Private Equity*. Le rapport indique également qu'il n'est pas rare aujourd'hui de voir un LP co-investir à hauteur de 10% d'une transaction.

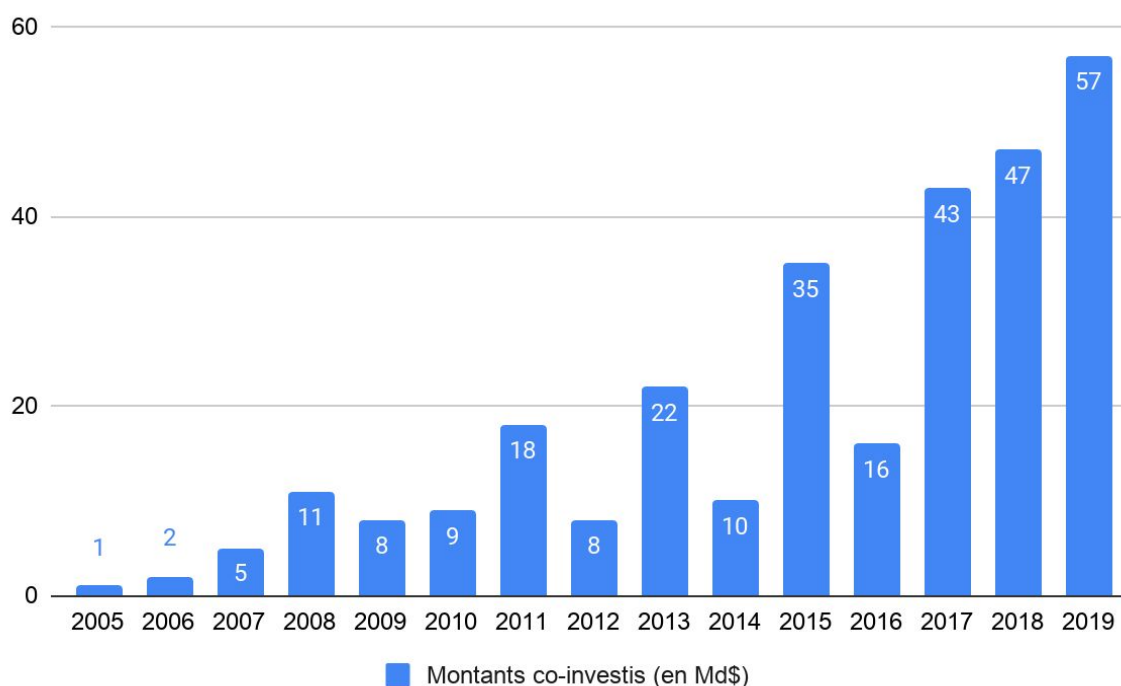


Figure 10 : Evolution des opérations de co-investissement des 15 investisseurs institutionnels les plus importants depuis 2005 (Source : Preqin)

¹⁵ Frais fixes ou variables du GP pour la gestion du capital du LP

¹⁶ Pourcentage des plus-values qui revient au GP

Ce phénomène témoigne bien de l'engouement fort des LPs pour le non coté. Ces derniers s'organisent désormais pour tirer au maximum partie de cette technique d'investissement et accroître leurs performances.

1.2.3 ... face au déclin de la cotation en bourse

1.2.3.1 Les contraintes constantes de la cotation

On a précédemment (cf. [1.2.1.4](#)) vu avec DAMODARAN (1995), qu'introduire une entreprise en bourse peut augmenter sa valorisation. Toute chose étant égale par ailleurs - la cotation d'une entreprise en bourse présente trois contraintes principales et constantes selon Pascal QUIRY et Yann LE FUR (2019). Ouvrir son capital au public c'est d'abord prendre le risque d'en perdre le contrôle et de voir l'arrivée de concurrents ou potentiels repreneurs. Ainsi, la valorisation de l'entreprise est aussi soumise aux fluctuations du marché et au principe de transparence lors de la publication des données sensibles au marché (salaires, marges, investissements à venir etc). Enfin, l'introduction en bourse est un processus très onéreux (au minimum 100 000 dollars) présentant un risque potentiel d'échec. En effet, l'histoire a connu plusieurs IPOs ratées ayant entraîné des complications importantes comme récemment pour WeWork (cf. [1.2.3.3](#)).

1.2.3.2 Des cotations de moins en moins avantageuses

Jusqu'à présent, les avantages des introductions en bourse étaient suffisants pour contrebalancer les contraintes mais cette tendance s'est progressivement inversée lors des vingt dernières années.

“La cotation n'est plus une consécration pour les entreprises.”

- Pascal QUIRY (2019)

Selon Pascal QUIRY (2019), professeur de finance d'entreprise à HEC Paris, les introductions en bourse, considérées auparavant comme un aboutissement, attirent aujourd'hui beaucoup moins d'entreprises. Elles ne sont plus nécessairement adaptées aux petites et moyennes structures. Seules certaines grandes entreprises qui véhiculent une idée de croissance (L'Oréal), de concentration (Legrand) ou de retournement (Total) n'ont d'autres choix que d'être cotées en bourse.

C'est ainsi qu'est né le phénomène de retrait de cote ou en anglais P2P (*Public-to-Private*), qui consiste à rendre une entreprise publique privée. Pour réaliser une telle opération, il faut en général au minimum 95% des droits de vote en faveur de la décision - ce chiffre peut varier en fonction des pays.

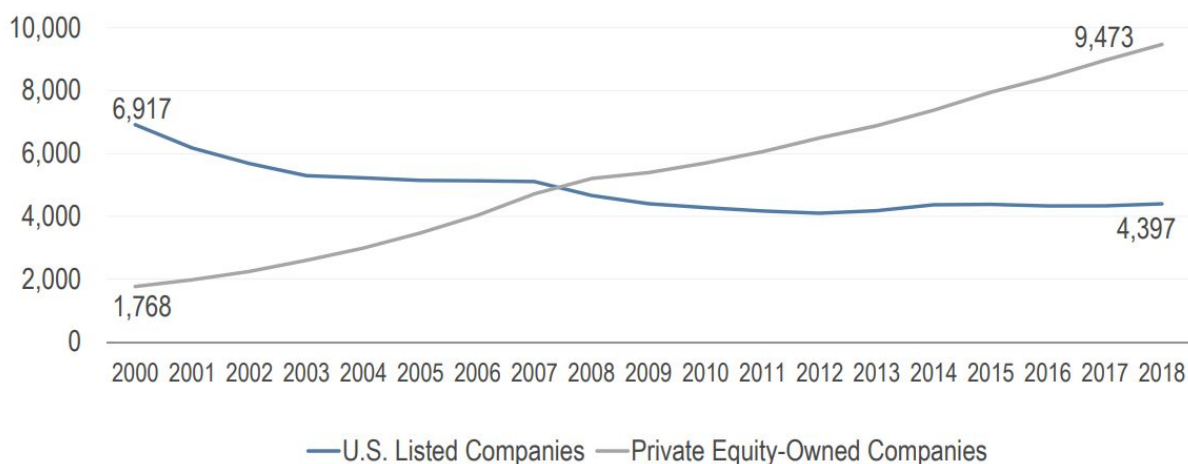


Figure 11 : Evolution du nombre d'entreprises cotées vs. détenues par des fonds de PE aux Etats-Unis depuis 2000 (Source : Neuberger Berman)

D'après Jay R. RITTER (2017), le nombre d'entreprises américaines détenues par des fonds de PE est croissant et a dépassé celui des entreprises américaines cotées en 2007 - depuis l'écart entre les deux continue de s'accroître avec une multiplication des retraits de cote. Cela prouve bien le dynamisme du marché non coté face à un marché coté qui connaît des difficultés. Depuis douze ans, on observe une multiplication des opérations *Public-to-Private* avec 204 opérations en 2019 cumulant plus de 300 milliards de dollars selon Bain global database (2020).

1.2.3.3 Etude de cas symptomatique : les *startups*

Le déclin des introductions en bourse est particulièrement palpable dans le cas des *startups*. Ces dernières sont le plus souvent financées par des fonds de capital-risque dont la stratégie repose sur le *spray and pray*¹⁷ au appelé règle de 100 – 10 – 1 : analyser 100 entreprises, investir dans 10 d'entre elles et espérer qu'une parmi les 10 connaisse un succès permettant d'assumer les 9 autres. Les fonds de *venture capital* n'attendent pas nécessairement que leurs sociétés réalisent un bénéfice ; c'est davantage la croissance qui importe. Une seconde règle s'applique ici : la règle des 40% de Brad FELD (2015) - la somme de la marge et de la

¹⁷ Asperger et prier - stratégie consistant à investir des petits tickets dans beaucoup de *startups* en espérant qu'une ou plusieurs deviennent très rentables

croissance d'une société *tech* est optimale autour de 40%. Si une *startup* croît à plus de 40%, elle peut se permettre de perdre de l'argent. Ainsi, un bon nombre de licornes¹⁸ ne sont devenues que très tardivement rentables : Twitter (Q4 2017, créé en Q1 2006), Amazon (Q4 2001, créé en Q2 1994).

Cette logique va cependant à l'encontre de celle des marchés cotés traditionnels, où un bénéfice est attendu pour pouvoir verser des dividendes. C'est pourquoi on remarque qu'un grand nombre de sociétés *tech* retardent au maximum leur IPO.

Le nouvel Économiste (2019) donne un exemple de ce phénomène. Le conglomérat japonais Softbank lève en 2016 son premier fonds appelé *Vision Fund* de 100 milliards de dollars – du jamais vu jusqu'à présent. La stratégie du fonds est d'investir massivement dans quelques acteurs dominants afin de supprimer toutes concurrences et de sortir via une introduction en bourse. Aujourd'hui, Softbank annonce une perte de 17.7 milliards de dollars notamment à cause d'une ligne : WeWork. Cette dernière est une société de partage de bureaux fondée par le controversé Adam NEUMANN et reclassée comme entreprise technologique malgré un *business model* non *scalable*¹⁹. A l'issue de nombreuses levées, WeWork est valorisé à 47 milliards de dollars soit 10 fois plus que son concurrent le plus proche (IWG). Pour poursuivre son expansion, NEUMANN décide d'introduire son entreprise en bourse en 2019 tout en voulant garder le contrôle avec ses actions dont les droits de vote sont 10 fois supérieurs aux actions traditionnelles. Ces codes typiques du *venture capital* ainsi que la survalorisation de l'entreprise n'a pas plu au marché et l'IPO a été avortée créant d'importants déboires par la suite.

¹⁸ *Startup* valorisée à plus d'un milliard de dollars

¹⁹ Capacité d'une entreprise à augmenter fortement ses revenus sans générer trop de coûts additionnels

1.3 ... créant ainsi un risque de bulle

1.3.1 Un marché du non coté de plus en plus cher...

1.3.1.1 Des multiples d'acquisition en hausse...

Le marché du non coté est désormais de plus en plus cher. Si l'on reprend les outils abordés (cf. [1.2.1.3](#)), le multiple EV/EBITDA nous permet de bien mesurer cette tendance à la hausse des prix. D'après S&P Capital IQ, le marché américain se distingue du marché européen mais suit une même courbe de tendance. A Q3 2019, les fonds de buyout américains ont en moyenne acheté leurs entreprises à 11.5x l'EBITDA – une tendance en hausse de plus de 44% depuis 2008. En Europe, le prix moyen des transactions LBO est légèrement inférieur à 10.9x l'EBITDA – soit une croissance d'environ 21% depuis 2008. Cette avance du marché américain peut s'expliquer par un niveau de maturité du *Private Equity* supérieur et par une avance dans les cycles économiques (cf. [1.1.2](#)).

Pour les deux marchés, on observe que les multiples d'acquisition sont nettement supérieurs d'au moins un tour à ceux d'avant crise en 2007.

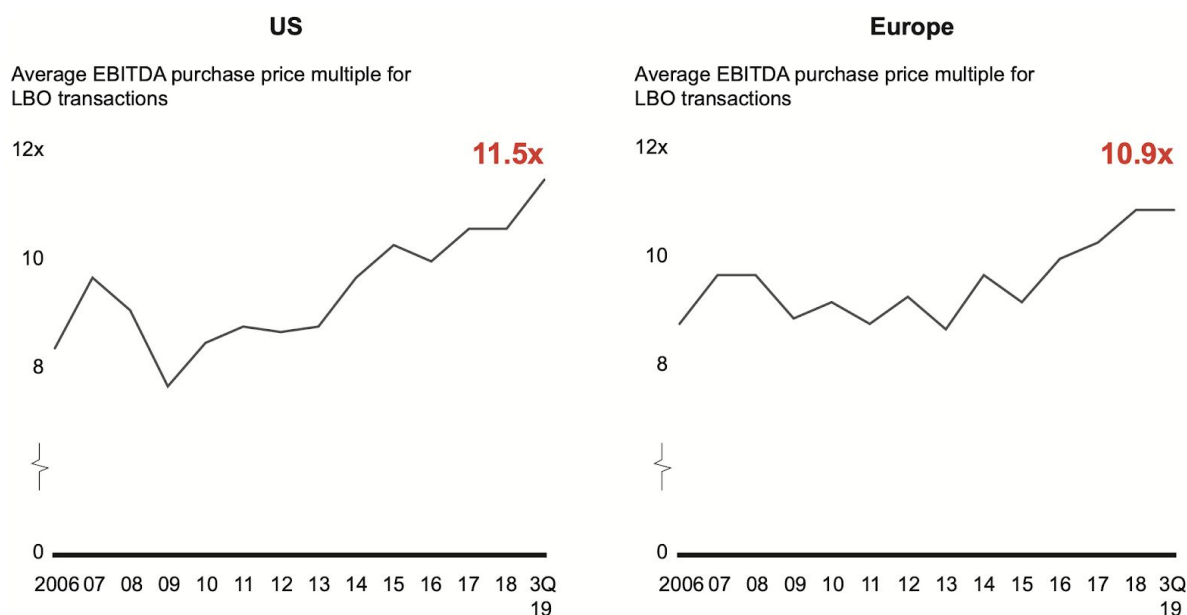


Figure 12 : Evolution des multiples d'acquisition US vs. Europe depuis 2006 (Source : S&P Capital IQ)

Selon Bain & Company (2020), plus de 55% des transactions américaines ont un multiple supérieur à 11x l'EBITDA. On observe également une tendance depuis 2011 à la concentration des investissements vers des niveaux de multiples élevés. En d'autres termes, le

marché du non coté est de plus en plus cher. Mais comment expliquer cette augmentation des prix ?

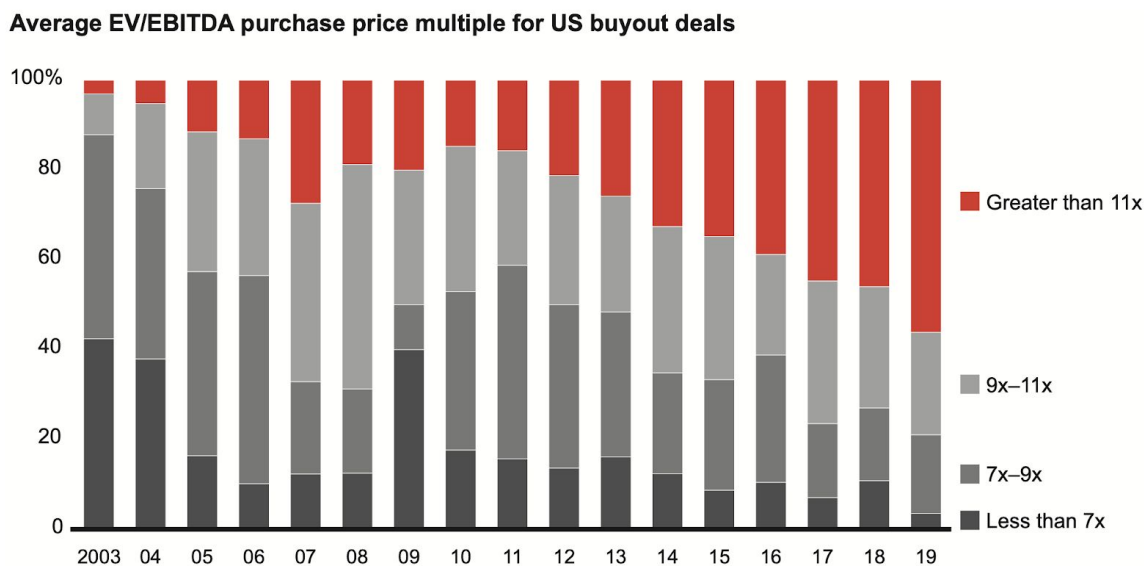


Figure 13 : Evolution des multiples aux Etats-Unis depuis 2006 (Source : Thomson LPC)

1.3.1.2 ...pour un nombre de *deals* constant...

D'une part, on observe un nombre de *deals* constant autant en taille qu'en valeur à l'échelle du monde. En effet, d'après Preqin, le volume de transactions n'a augmenté que de 5% lors de ces cinq dernières années. En 2019, 5492 transactions de *buyouts* ont eu lieu avec une évolution en dent de scie depuis 2015 fluctuant entre 5426 et 6624 *deals* par an. Pour autant, on a vu (cf. [1.2.2.1](#)) que les niveaux de *dry powder* ont considérablement augmenté sans réellement accélérer leur vitesse de déploiement. En récapitulant, on a une offre constante pour une demande qui s'accroît – cela a naturellement tiré les prix du marché du non coté à la hausse. Certains GPs ont par conséquent été moins exigeants et ont accepté d'acheter des entreprises à des multiples plus importants de part leur besoin de déployer le capital de leurs LPs.

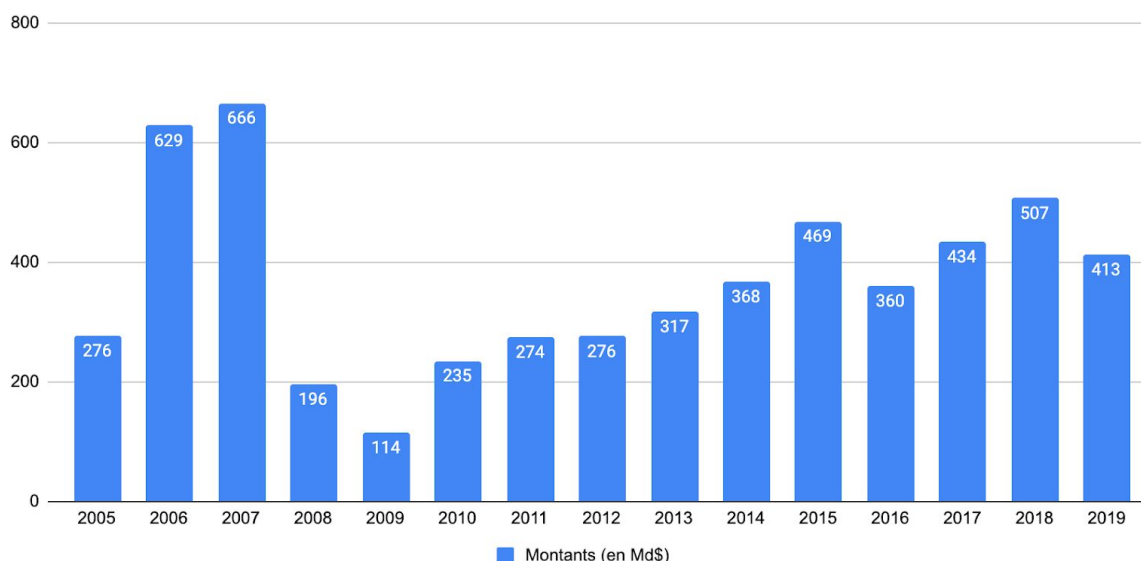


Figure 14 : Evolution des opérations LBOs dans le monde depuis 2005 (Source : Preqin)

1.3.1.3 ...et un nombre de LBOs secondaires en forte augmentation

D'autre part, on constate une augmentation du nombre de LBOs secondaires²⁰. Lorsqu'un fonds de *Private Equity* investit dans une société, il a trois moyens principaux de sortie : l'introduction en bourse (*IPO*), la revente à un acteur de l'industrie (*strategic exit*) ou à un autre fonds d'investissement (*sponsor-to-sponsor*). On appelle cette dernière option LBO secondaire, tertiaire etc.

Concernant l'introduction en bourse, on a vu que ce moyen de sortie était désormais peu intéressant pour la majeure partie des entreprises. C'est un processus coûteux et qui prend du temps – les fonds de *Private Equity* mettent plusieurs mois avant de complètement liquider leurs positions soumises à des *lockups*.

Les sorties stratégiques constituent toujours aujourd'hui une excellente manière de revendre une position. Pour autant et du fait des récents forts niveaux de *dry powder* et du nombre constant de *deals*, la concurrence s'est accrue au moment de l'acquisition permettant au nombre de LBOs secondaires d'être en augmentation. D'après Bain & Company (2020), les transactions *sponsor-to-sponsor* ont augmenté en moyenne de 14% lors des 5 dernières années et ont conduit à une augmentation des prix sur le marché du non coté. En effet, la vente d'une entreprise entre fonds d'investissement se fait généralement à une multiple d'EBITDA plus élevé du fait la plus forte compétition.

²⁰ Un LBO qui succède à un précédent LBO

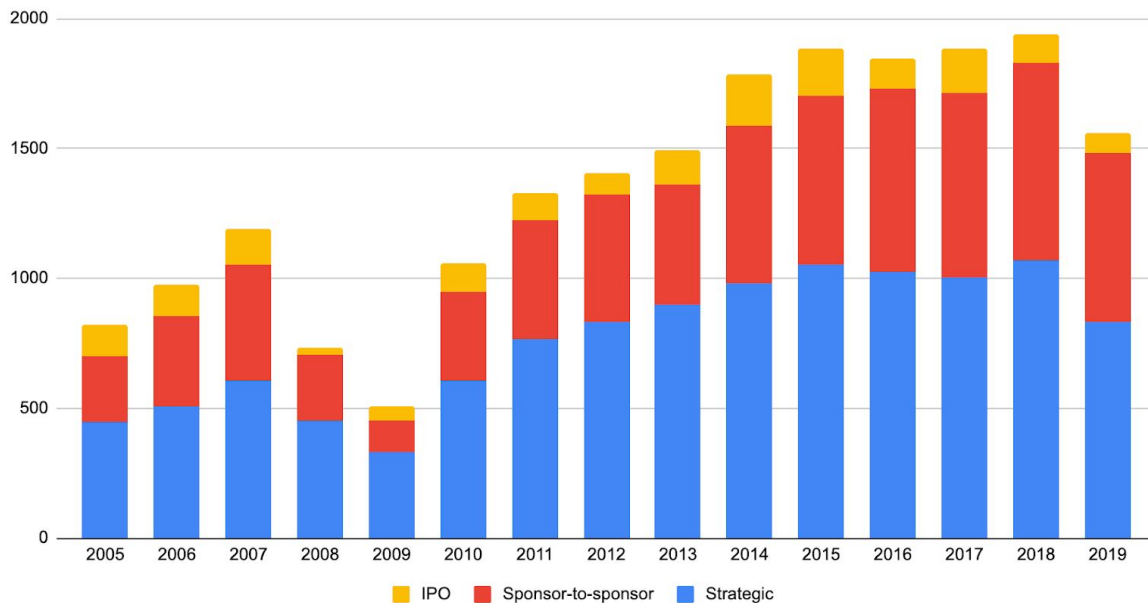


Figure 15 : Evolution des méthodes de sortie pour les opérations LBOs en Md\$ depuis 2005
(Source : Preqin)

1.3.2 ..., diversifié

1.3.2.1 Diversification des géographiques à la recherche du risque pays

Arindam BANERJEE (2008) décrit les pays émergents²¹ comme la nouvelle terre de conquête des fonds de *Private Equity*. Trois raisons expliquent aujourd'hui cet attrait : une forte capacité de production, une croissance économique constante même en période de crise et le fait que 50% de la croissance du PIB mondial provient des pays émergents.

Entre 2005/2009 et 2015/2019, c'est l'Europe (-5.25%) puis l'Amérique du Nord (-2.58%) qui perdent le plus de terrain sur le marché du non coté selon Preqin. A l'inverse, on note une poussée de l'Asie (+7.07%) qui de part sa stabilité politique et sa croissance économique attire les fonds de capital investissement. C'est la Chine et l'Inde qui participent le plus à cette tendance. Depuis les années 1980, ces économies se sont progressivement ouvertes au capitalisme attirant de nombreux IDE et créant de la croissance. Selon BANERJEE les fonds de *Private Equity* n'hésitent désormais plus à s'installer directement dans ces pays - là où ils opéraient auparavant depuis les bases offshore de Hong-Kong ou de Singapour. L'Inde compte en 2019 énormément d'entreprises familiales pouvant être accompagnées dans leur développement.

²¹ Économies ayant un PIB par habitant faible ou moyen

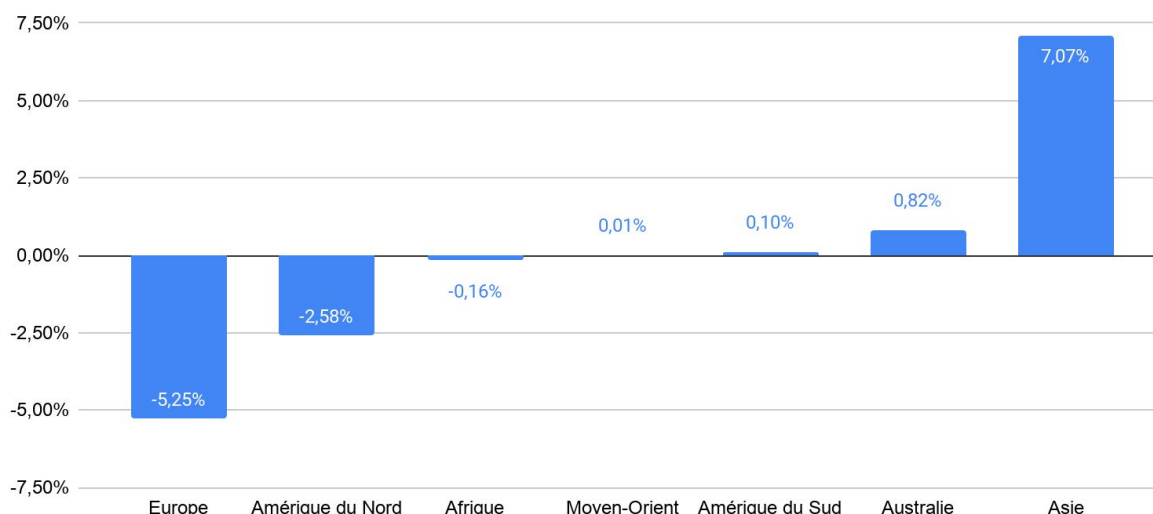


Figure 16 : Evolution géographique des deals en montants entre 2005/2009 et 2015/2019
(Source : Preqin)

Par analogie, on constate que c'est exactement sur ces cibles que s'est développé le PE américain dans les années 1980 (cf. [1.2.1.1](#)). Pour autant, le marché non coté dans les pays émergents reste naissant. Il y a peu d'acteurs, ce qui peut poser des problèmes lors de la revente rendant les investissements moins liquides et donc plus risqués. On notera aussi une tendance à la survalorisation, une volonté de garder le contrôle des entreprises par des locaux notamment en Chine et parfois un manque d'infrastructures. Ces derniers éléments constituent un risque pays fort.

1.3.2.2 Diversification des stratégies

La diversification géographique du marché non coté s'accompagne d'une diversification stratégique. L'attrait et la multiplication des acteurs sur le *Private Equity* ont poussé les firmes à se différencier selon certains critères comme la classe (*equity*, dette, infrastructure, immobilier, ressources naturelles), la géographie (fonds global, régional, local - cf. [1.3.2.1](#)), le niveau de maturité (capital-risque, capital développement, capital retournement), l'industrie (*tech*, *industry*, *retail*) ou encore l'intégration des critères ESG (fonds *impact*) de l'actif. On verra également par la suite des stratégies qui se télescopent au *Private Equity* (comme les fonds *GP-stake* cf. [1.3.3.1](#) ou secondaires cf. [1.3.3.2](#)). Tout cela a participé à la diversification du marché non coté lors de ces dernières années.

1.3.3 ..., intermédié

1.3.3.1 L'arrivée de nouveaux acteurs

Avec l'augmentation des tailles de levées de fonds, les GPs bénéficient plus que jamais de *management fees* importants. Ces frais à la charge des LPs permettent par exemple de payer les locaux et les salaires des GPs. Mais ils rémunèrent également une multitude d'acteurs qui fournissent des services orientés autour du marché :

- **Les agents de placement** (Park Hill, Campbell Lutyens, Triago, etc.) aident entre autres les GPs dans leurs levées de fonds auprès des LPs. Ils facilitent le travail de relation investisseur. Ils prélèvent une part fixe et une commission de succès sur chaque levée.
- **Les banques d'affaires** (Goldman Sachs, Rothschild, PJT, etc.) conseillent les GPs sur les transactions à l'acquisition et à la vente. Ils organisent par exemple les enchères pour un LBO secondaire. Ils peuvent également intervenir sur des opérations de *build-up*²².
- **Les cabinets d'audit** (Deloitte, EY, PwC, etc.) sont généralement mandatés pour réaliser des *due-diligences*²³, des travaux de valorisation ou encore des audits ESG.
- **Les cabinets de conseil** (McKinsey, BCG, Bain & Company, etc.) travaillent parfois avec les GPs pour appréhender les grandes tendances de marchés ou porter des réflexions stratégiques sur les sociétés en portefeuille.
- Certains **fonds spécialisés** (Blackstone Strategic Partners, Dyal Capital, 17 Capital, etc.) fournissent des facilités d'investissement ou de financement aux GPs pour maximiser leurs performances. La stratégie dite *GP-stake* consiste par exemple à investir au niveau de la société de gestion pour apporter des liquidités aux dirigeants d'un fonds de capital investissement.

Ces différents acteurs créent un marché de plus en plus intermédié et complexe. Ce sont autant de coûts qui viennent s'ajouter et rendent le marché du *Private Equity* cher.

1.3.3.2 Le marché secondaire en plein essor

²² Rachat et intégration d'une société opérant sur le même secteur d'activité

²³ Vérifications de l'investisseur avant une transaction afin d'avoir une idée précise sur la situation de l'entreprise

Les participations de LPs dans un fonds de capital investissement peuvent sous certaines réserves (cf. [annexe 6](#)) se revendre sur le marché secondaire. Initialement perçu comme un moyen d'obtenir des liquidités, le *Private Equity* secondaire est désormais une stratégie à part entière qui permet de diversifier un portefeuille avec des acteurs notables comme Coller Capital ou encore Alpinvest.

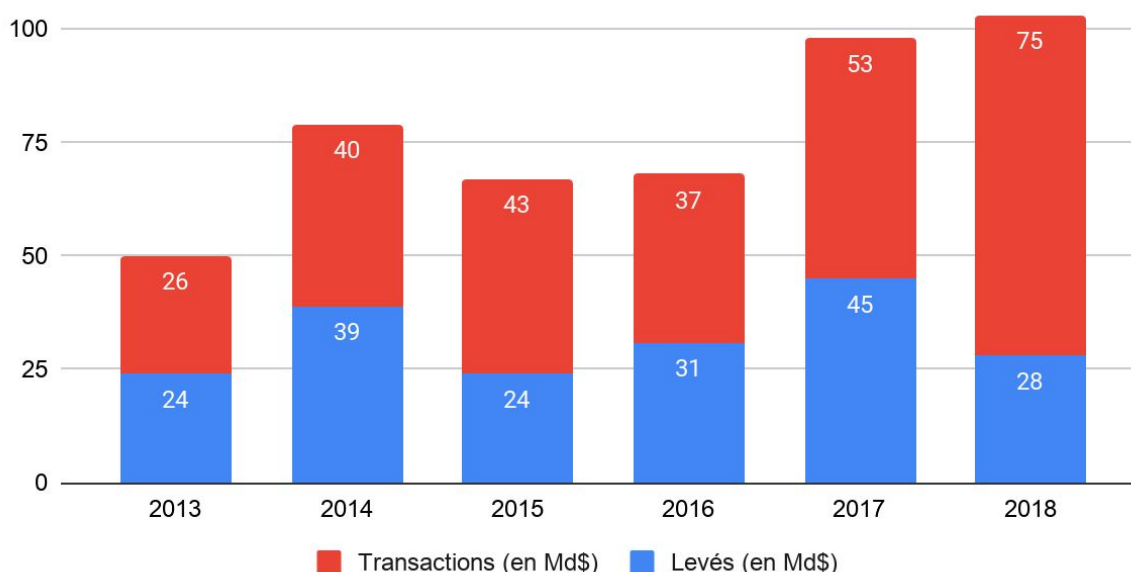


Figure 17 : Evolution du marché secondaires en levés et en transactions (Source : Lazard)

Le marché secondaire s'est très largement développé ces dernières années grâce à un non coté plus mature et une multiplication de ses acteurs. Il est en pleine essor depuis 2013 autant en volume de levées que de transactions. On constate une croissance de 38% - ce qui représente aujourd'hui un marché de 75 milliards de dollars.

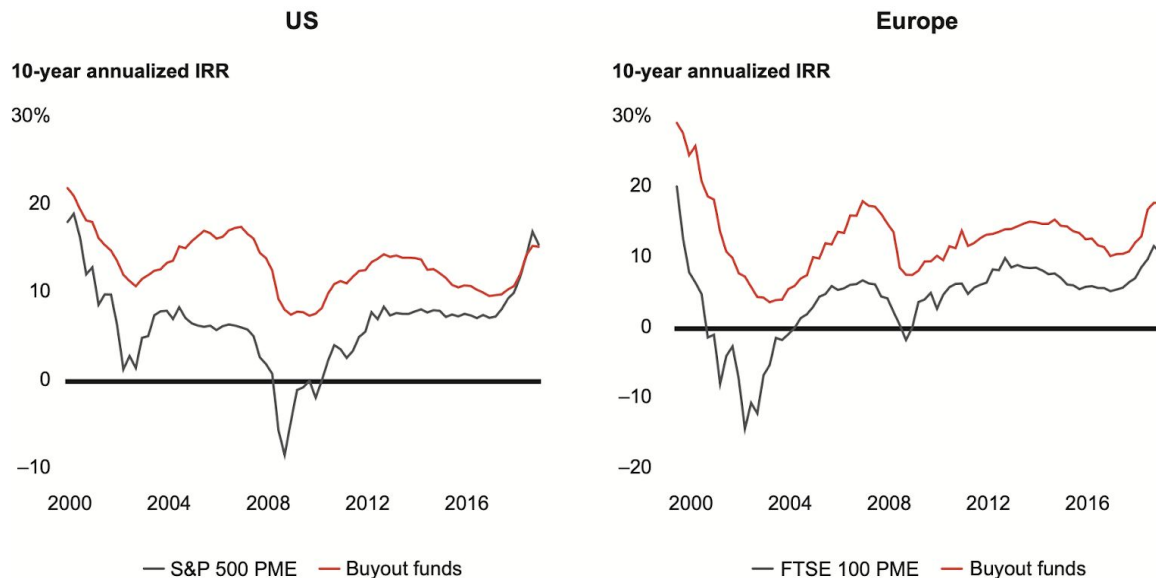
1.3.4 ..., et artificiel ?

1.3.4.1 La diminution de la prime de liquidité

Traditionnellement, le marché du non coté est plus rémunérateur que le coté grâce à la prime de liquidité qu'il confère (cf. [1.2.1.4](#)). On a également vu que de plus en plus d'options de liquidité sont offertes par les acteurs secondaires (cf. [1.3.3.2](#)).

D'après State Street, sur les 20 dernières années, les fonds de PE sont plus rémunérateurs que les indices cotés autant aux Etats-Unis (S&P 500 PME) qu'en Europe (FTSE 100 PME). On constate également davantage de résilience sur le non coté pendant les crises notamment en

2008 où le marché coté américain affiche un TRI négatif là où le PE reste positif à 10%. On constate cependant que le *spread*²⁴ entre les deux marchés a tendance à se réduire voire à s'effacer notamment aux Etats-Unis - ce qui remet complètement en question la notion de prime de liquidité.



Note: PME is a public market equivalent based on the Long-Nickels methodology
Source: State Street Private Equity Index

Figure 18 : Evolution du *spread* entre le S&P 500 PME et les fonds de PE aux Etats-Unis et en Europe depuis 2000 (Source : State Street Private Equity Index)

Selon Josh LERNER (2019), professeur à Harvard Business School, cette diminution du *spread* s'explique essentiellement par la surperformance du coté notamment aux Etats-Unis. Le S&P 500 profite en effet de mesures monétaires et fiscales extrêmement favorables couplées à un taux de chômage très faible. Le FTSE 100 PME quant à lui souffre d'une incertitude liée au *Brexit* et d'un risque de récession imminent.

1.3.2.2 La question de la création de valeur

Nicolaus LOOS et Martin HILB (2006) estiment qu'entre le début et la fin de leur prise de participations les fonds de *Private Equity* créent de la valeur de trois manières différentes :

- Augmentation du chiffre d'affaires : Les fonds de PE peuvent chercher à générer de la croissance organique (avec des initiatives marketing par exemple) mais aussi externe (avec des stratégies d'acquisitions ou *build-up*).

²⁴ Écart entre deux taux ou indices

- Augmentation de la marge opérationnelle²⁵ : Les GPs peuvent aussi réaliser un ensemble de changements opérationnels pour augmenter les flux de trésorerie. Cela peut passer par la réduction des coûts (digitalisation de certaines tâches, diminution des stocks) ou une meilleure utilisation des capitaux (diminution du WACC, du besoin en fonds de roulement).
- Arbitrage de multiples : Une partie de la création de valeur a lieu lors de la transaction. On a vu (cf. [1.3.1.1](#)) que les multiples d'acquisition EV/EBITDA ont tendance à augmenter. En revendant plus cher que le prix d'achat, une plus value est générée.

Oliver GOTTSCHALG et Achim BERG (2005) estiment à travers leurs recherches que deux tiers de la création de valeur dans le *Private Equity* s'effectue lors de la période de détention (augmentation du chiffre d'affaires et/ou de la marge opérationnelle) et un tier lors de la transaction en elle même (arbitrage de multiples). D'après les chiffres de CEPRES Platform, ce modèle est actuellement dépassé puisque l'arbitrage de multiples représente près de 50% de la création de valeur des *deals* américains et européens entre 2010 et 2019 - ce qui interroge sur la valorisation du marché non coté.

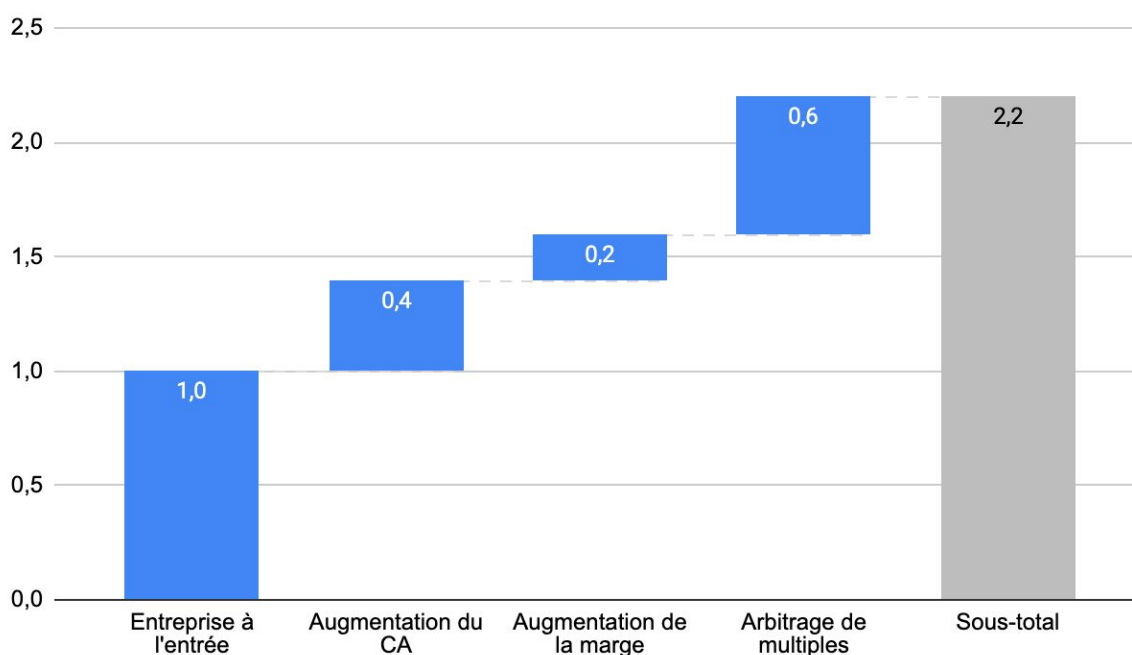


Figure 19 : Décomposition de la création de valeur sur un panel de *deals* américains et européens entre 2010 et 2019 (Source : CEPRES Platform)

²⁵ Résultat / Chiffre d'affaires

PARTIE 2 : MÉTHODOLOGIE DE RECHERCHE

2. Méthodologie de recherche

2.1 Hypothèses émises à partir de la revue de littérature

2.1.1 Synthèse de la revue de littérature

A l'issue de la revue de littérature, nous pouvons dire que nous nous trouvons actuellement dans un paradigme de fin de cycle avec une phase de croissance continue depuis 10-12 ans. Les taux d'intérêts ont été maintenus à des niveaux très bas par les banques centrales, ce qui a entraîné un afflux record de liquidité. Cela a permis au marché des actifs non cotés de se développer avec des sociétés de gestion indépendantes de plus en plus puissantes profitant des nouvelles régulations mises en place à l'issue de la crise de 2008. Le marché s'est également complexifié avec l'apparition de nouvelles stratégies (secondaire, co-investissement) et de nouveaux acteurs (agents de placement, fonds spécialisés) et de nouveaux *deals* (opérations P2P, recherche du risque pays).

Cet enthousiasme a eu pour conséquences d'augmenter les niveaux de *dry powder*, les multiples d'acquisition, les LBOs secondaires et de diminuer la prime de liquidité (notamment aux Etats-Unis) ainsi que la part de création de valeur organique.

L'ensemble de ces éléments interrogent sur la valorisation des actifs non cotés.

2.1.2 Hypothèses

En reprenant ce que nous avons vu sur les caractéristiques et les causes des bulles financières (cf. [1.1.1.1.2](#)), on peut établir différentes hypothèses pour répondre à la problématique : la valorisation des actifs non cotés fait-elle l'objet d'une bulle ?

- Hypothèse 1 : *Herding* ou phénomène du troupeau

Le marché s'est habitué à payer des prix élevés. Face aux excellentes performances de leurs concurrents, les GPs n'hésitent pas à participer à des enchères pour obtenir un *deal* et donc à payer leurs entreprises à des multiples élevés. Ils ont recours à d'important effets de levier pour tenter de maximiser leurs performances sans pour autant créer de la valeur.

- Hypothèse 2 : *The greater fool theory* ou théorie du plus grand fou

Le marché est conscient que les multiples d'acquisition sont hauts. Les GPs doivent cependant déployer l'argent que leur ont confié les LPs. Ils tentent de le faire de la plus prudente des manières sans trop de levier et en conservant les entreprises le

moins longtemps possibles pour réduire les risques de se trouver en fin de cycle tout en profitant des effets d'arbitrage.

- Hypothèse 3 : Pas de bulle à l'horizon

Les prix ont en effet augmenté, mais n'ont pas atteint des niveaux jugés comme inquiétants ou susceptibles de former une bulle. Le recours à l'effet de levier est fréquent mais prend en compte la fin de cycle probable. Les GPs parviennent tout de même à créer de la valeur avec des stratégies spécifiques.

Les deux autres causes possibles à la création d'une bulle (extrapolation et aléa moral) ne sont ici pas directement applicables pour établir une hypothèse en tant que telle. En revanche, il s'agit de facteurs aggravants pour chacune de nos suppositions. A travers la partie empirique, nous les garderons en tête.

Nous allons désormais tenter à travers une étude qualitative de voir laquelle de ces trois hypothèses est la plus envisageable.

2.2 Méthodologie de la recherche empirique

2.2.1 Etude qualitative

Après avoir analysé un nombre important de publications académiques, l'idée est d'interroger le monde professionnel (GPs, LPs et Économistes) pour avoir leurs points de vue et mettre à l'épreuve nos trois hypothèses (cf. [2.1.2](#)). C'est en effet eux qui participent au marché dans son ensemble et peuvent donc être à l'origine ou non d'une bulle. Pour se faire, nous allons réaliser une étude qualitative en menant une série d'entretiens semi-directifs longs : chacun d'entre eux dure entre 35 et 60 minutes. En amont de chaque interview, les répondants recevront des éléments de réflexion (chiffres et éventuellement graphiques) pour se familiariser avec la problématique qui s'axe autour de six thématiques :

- I. Les grandes tendances du marché depuis 2008
- II. Les éléments encourageants de ces tendances
- III. Les éléments inquiétants de ces tendances
- IV. L'existence d'une bulle financière
- V. Les outils disponibles pour palier aux risques
- VI. La crise du COVID-19

Le questionnaire administré est disponible en [annexe 7](#). Il vise à rester ouvert pour explorer de nouveaux éléments comme certains nouveaux outils de valorisation tels l'EBITDAC (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Coronavirus*) et poser de nouvelles questions afin d'explorer ou rebondir sur certains éléments avancés par le répondant.

2.2.2 Panel de répondants

Afin d'avoir les résultats le plus large possible, le panel de répondants comprend des gestionnaires de fonds (GPs), des investisseurs institutionnels (LPs) et des Économistes venant de différentes géographies (France, Royaume-Uni, région MENA) et travaillant sur diverses classes d'actifs (*Private Equity, Private Debt*). Chaque participant a une légitimité avec un minimum de deux ans d'expérience dans le milieu. Le panel de répondants est résumé dans le tableau suivant :

Acronyme	Entreprise	Type	Poste	Expérience	Pays
LB	Ardian, Euro Mena Funds, Experienced Capital	GP	Private Equity Analyst	2 ans	France, région MENA
BC	Bpifrance, InnovaFonds	GP	Private Equity Associate	2.5 ans	France
CB	Bfinance, Groupe Caisse des Dépôts	LP	Investment Manager	8 ans	Royaume-Uni, France
AF	Natixis	Autre	Economiste France	2 ans	France
AM	Royal Bank of Scotland, Postale, Aviva Investors, Eiffel Investment Group	GP	Private Debt Managing Director	17.5 ans	Royaume-Uni, France

Tous les entretiens ont été réalisés en physique, au téléphone ou par email en raison de la crise sanitaire du COVID-19 et l'éloignement géographique. Les points de vue ont été intégralement exprimés en français pour éviter tous biais de traduction. Les retranscriptions des entretiens sont disponibles en [annexes](#) sous forme de notes contractées.

2.2.3 Limites potentielles

Cette étude qualitative est amenée à se heurter à plusieurs limites potentielles, qui seront prises en compte dans l'analyse des résultats et la conclusion.

D'abord, le sujet en lui même n'est pas conçu pour obtenir une réponse binaire mais davantage pour interroger certaines des tendances actuelles. La littérature académique s'accorde d'ailleurs sur la difficulté de prédire l'existence ou non d'une bulle. Chaque répondant peut avoir une vision différente et travailler sur une stratégie spécifique. Aucun consensus n'est attendu mais dans le cas où une tendance se dégage, cela peut constituer un élément intéressant de réflexion.

Ensuite, la taille de l'échantillon peut être considérée comme limitée face à l'étendue du sujet ; on ne peut jamais être exhaustif. Cependant, le panel prend en considération plusieurs géographies, classes d'actif et stratégies. Et, on constate déjà des points communs entre les différents répondants dans les retranscriptions (cf. [annexes](#)).

Enfin, on peut noter différents biais liés à :

- La méthode d'administration : Les interviews ont été réalisées en physique, au téléphone ou par email en raison de la crise sanitaire. Des différences ont pu être constatées selon le mode d'administration. On reçoit en effet beaucoup plus d'informations non verbales lors de l'entretien physique qui ne sont pas disponibles lors d'un échange au téléphone.
- La fonction : Bien que chaque répondant ait généreusement accordé de son temps libre pour répondre le plus honnêtement au questionnaire, il est possible que certaines réponses aient pu être influencées par la fonction du répondant. Un GP peut par exemple avoir tendance à être beaucoup enthousiaste quant au marché qu'un LP. Pour autant, c'est un point intéressant à avoir, car - rappelons-le - la notion de bulle est étroitement liée à la finance comportementale et à ses biais cognitifs.
- L'actualité : Au moment des entretiens, la crise du COVID-19 n'est pas terminée. Comme il n'a pas vraiment eu de précédents sur les marchés financiers, il est extrêmement difficile de ne pas avoir une vision troublée par la situation actuelle.

PARTIE 3 : RÉSULTATS ET AXES DE RÉFLEXION

3. Résultats et axes de réflexion

3.1 Les résultats

3.1.1 Les grandes tendances du marché depuis 2008

3.1.1.1 Les éléments vus dans la revue de littérature

Beaucoup d'éléments sur les grandes tendances du marché abordés dans la partie revue de littérature ont été confirmés lors des entretiens semi-directifs. L'ensemble des répondants constate la forte attractivité du *Private Equity* et des investissements alternatifs en général. Pour LB, le PE bénéficie depuis 2008 d'une bien meilleure image qu'auparavant : les GPs sont désormais considérés comme de véritables partenaires de création de valeur et non plus comme des investisseurs "voraces" qui achètent pour revendre à court terme. AM confirme cette tendance sur le marché de la *Private Debt* qui a explosé depuis 2011. Il évoque aussi l'intérêt des actifs alternatifs pour la construction du portefeuille des LPs. Selon lui, les investisseurs institutionnels essaient d'avoir entre 2% et 5% de cette classe d'actif dans leur programme d'investissement afin de prendre davantage de risques et doper leurs performances. Cet attrait a forcément entraîné une augmentation des niveaux de *dry powder* (cf. [1.2.2.1](#)). CB explique qu'il y a récemment eu un décalage entre les appels et les distributions : avec la maturité du marché, les LPs reçoivent désormais plus de flux que ce qu'ils ne se font appeler. Cela a créé un cycle d'abondance en liquidité et poussé les LPs à se sur-engager créant ainsi des niveaux de *dry powder* historiquement hauts.

AF ajoute que la reprise économique a été lente depuis la dernière crise en 2008 (cf. [1.1.2.2](#)) malgré une politique de taux bas (cf. [1.1.3](#)) - ce qui risque de créer un ensemble de petites bulles à travers différents secteurs. Le désintérêt pour le coté (cf. [1.2.3.1](#)), l'augmentation des prix des actifs non cotés (cf. [1.3.1.1](#)) et l'augmentation des LBOs secondaires (cf. [1.3.1.3](#)) ont également été évoqués par les professionnels - ce qui montre la bonne vision macro-économique du panel.

3.1.1.2 Les éléments additionnels

Grâce à la série d'entretiens réalisés, on obtient des éléments additionnels qui viennent enrichir la revue de littérature. Plusieurs répondants indiquent le recours important à la dette des entreprises sous LBO boosté par la politique de *quantitative easing* du Mario DRAGHI (2011-2019), qui a permis de maintenir les taux bas plus longtemps que d'habitude. Les sociétés de gestion ont également utilisé cet accès simplifié à la dette pour leurs activités

propres. Selon CB, les GPs ont aujourd'hui davantage recours au *bridge financing*²⁶ afin d'appeler le moins souvent possible l'argent de leurs LPs. Cette facilité de crédit leur permet d'augmenter les TRIs de leur fonds et ainsi d'afficher de meilleures performances. Traditionnellement cantonné à 12 mois, certains GPs n'hésitent pas désormais à utiliser des *bridges* dépassant ce seuil. Cela a pour conséquence de rendre les chiffres assez opaques, ce qui peut potentiellement entraîner une asymétrie d'information. Un LP peut penser investir dans un fonds *top quartile* alors qu'en retraçant les performances du *bridge*, on a des chiffres dans la moyenne. C'est ici quelque part une forme d'extrapolation, qui est une des causes des bulles financières (cf. [1.1.1.1.2](#)).

Concernant la dette privée, AM nous éclaire sur la notion de prime d'illiquidité. Il nous explique que cette dernière est assez difficile à établir concrètement en raison du manque d'informations sur le marché non coté et de la relative jeunesse de la *Private Debt*. Pour autant, il estime cette prime à environ 100 bps²⁷ - ce qui correspond à 1%. Il sera intéressant comme on a pu le voir pour le *Private Equity* dans la partie revue de littérature (cf. [1.3.4.1](#)) de comparer l'évolution dans le temps de cette prime d'illiquidité dans la dette privée. A ce jour, les données sont insuffisantes pour mener une telle analyse.

3.1.2 Les éléments encourageants de ces tendances

3.1.2.1 Sur le plan financier

Quatre des cinq répondants considèrent que les GPs apportent de la valeur aux entreprises dans lesquelles ils investissent soit par le réseau, soit l'expertise. C'est d'ailleurs ainsi que beaucoup de fonds ont aujourd'hui une équipe de conseillers spécifique à un secteur pour aider les sociétés en portefeuille à se développer. LB ayant travaillé sur un marché plein de défis de développement - la région MENA, il explique qu'aujourd'hui beaucoup d'Etats font appel à des fonds de *Private Equity* pour développer leur zone économique. En effet, ils peuvent souscrire à des mandats spécifiques auprès de GPs ou encore intégralement créer un fonds souverains : cela a particulièrement été le cas dans les pays vivant sur des rentes de ressources naturelles. C'est ainsi que le Koweït a créé la *Kuwait Investment Authority* et Singapour la *Government of Singapore Investment Corporation*.

Pour ce qui est du marché de la *Private Debt*, AM dit rencontrer des entreprises ayant une meilleure trésorerie qu'en 2008 - ce qui est un signe rassurant quant à la solvabilité et à la capacité des entreprises de traverser des crises. Sur le marché de la dette privée, qui - rappelons le - est naissant depuis 2011, AM décrit une meilleure répartition des rôles entre les

²⁶ Prêt relais permettant de financer une opération en attendant que l'argent des LPs arrivent

²⁷ Points de base, un bp est environ égal à 0.01%

banques et les fonds. Le secteur du financement non coté s'organise progressivement autour des nouveaux acteurs, ce qui permet de nouveaux *deals* et plus de rigueur provenant des GPs. Il y a également un fort soutien des états et des établissements financiers publics notamment lors de la crise du COVID-19 avec le déclenchement rapide des PGE.

3.1.2.2 Sur le plan extra-financier

Plusieurs répondants ont noté d'importantes initiatives ESG très encourageantes sur le plan extra-financier. Le marché ne se contente plus de promettre des retours en capitaux intéressants, mais intègre désormais des critères économiques sociaux et de gouvernance dans leurs choix d'investissement. A titre d'exemple personnel, AM a levé en 2020 un fonds impact de 500 millions d'euros pour financer l'activité d'entreprises de taille intermédiaire françaises et européennes en dette senior. Ce succès a d'ailleurs été souligné par Muriel PENICAUD, Ministre du travail, qui "considère que la finance avait un rôle clef à jouer pour organiser un capitalisme durable". Avec son angle d'investisseur institutionnel, CB abonde dans ce sens en donnant l'exemple de la création d'un questionnaire de contrôle ESG des sociétés sous-jacentes créé en collaboration avec plusieurs acteurs de la place parisienne : Idinvest, CNP Assurances, Swen Capital et le Groupe Caisse des Dépôts.

Cela a entraîné une amélioration de l'opinion publique pour les fonds de *Private Equity*. C'est du moins l'argument avancé par LB, qui pense qu'aujourd'hui les GPs apparaissent comme de vrais partenaires de confiance et non plus comme des investisseurs purement axés sur la performance financière.

Le dernier élément abordé par les répondants concerne la transparence des informations financières. Le marché du non coté présente en effet des avantages pour les entreprises comme la flexibilité sur la diffusion de certaines données - cela a pu engendrer de l'opacité de la part des GPs. Mais comme le rappelle CB, de récentes initiatives ont été mises en place pour palier à ce problème. C'est notamment le cas avec l'ILPA - une association de LPs - qui a fait beaucoup de choses en faveur de la transparence du non coté. Elle propose par exemple des *templates* pour uniformiser les reporting des GPs ou des recommandations quant à l'utilisation du *bridge financing*.

3.1.3 Les éléments inquiétants de ces tendances

3.1.3.1 Sur le plan financier

Trois des cinq répondants constatent l'afflux de liquidités comme un élément inquiétant en particulier sur le marché du non coté. Ce phénomène a eu pour conséquence d'augmenter les niveaux de *dry powder* à la disposition des GPs. Ces derniers - forcés de déployer les capitaux que leurs LPs leur ont confiés - ont tendance à être moins disciplinés sur le prix des *deals*, ce qui a augmenté considérablement les multiples EV/EBITDA jusqu'à des niveaux parfois au delà du raisonnable. Deux répondants poursuivent en montrant que l'augmentation des prix des actifs a entraîné une concentration du marché autour des acteurs les plus importants. En effet, les petits fonds de *Private Equity* manquent parfois de capitaux pour pouvoir réaliser des *deals* et miser suffisamment durant les enchères. Il ne reste à leur disposition que deux moyens de survivre : se spécialiser ou lever plus de fonds. Pour le *Private Equity*, on pourra citer CVC Capital Partners qui a levé plus de 22 milliards de dollars en 2020, ou encore Advent International 17.5 en 2019. La dette privée suit la même tendance avec la levée de 6 milliards d'euros de Bluebay en 2019 - soit le double de son dernier fonds.

Un autre élément jugé inquiétant par les répondants est l'endettement des entreprises. Entre les taux directeurs maintenus bas depuis 2008 par les banques centrales et les récents PGE proposés pour contrer la crise du COVID-19, beaucoup de sociétés en ont profité pour contracter des dettes. AF nous rappelle que si l'endettement peut permettre à une entreprise de se développer, il peut aussi lui servir à survivre et de faire d'elle une société zombie comme évoqué dans la revue de littérature (cf. [1.1.3](#)). Dès lors que les intérêts remontent, les investissements sont stoppés et des vagues de licenciements voient le jour.

3.1.3.2 Sur le plan extra-financier

Deux éléments sont jugés inquiétants sur le plan extra-financier par le panel de répondants. D'une part, la rémunération des gérants de *Private Equity* interroge. Pour rappel, les GPs ont deux sources de revenus : les *management fees* sont un pourcentage de l'argent confié par les LPs pour payer les salaires fixes et les dépenses du quotidien ; le *carried interest* est une part des performances du fonds qui revient aux GPs pour payer la part variable des salaires (qui n'ont donc pas vraiment de limites). Or, CB souligne que les termes des *management fees* n'ont pas évolué malgré la forte croissance des levées de fonds. Cela signifie qu'aujourd'hui les gérants ont considérablement plus d'argent que antérieurement avant même d'avoir réalisé un seul investissement. Ludovic PHALIPPOU (2020), professeur à l'Université d'Oxford, avance qu'entre 2006 et 2015 l'industrie du capital investissement a accumulé près de 230 milliards de dollars en frais de gestion. Cela peut provoquer un phénomène de *fee business*, où les investisseurs ne travaillent plus pour une rémunération variable mais fixe décorrélée de leurs résultats. Et pour AM, c'est justement ce manque d'alignement d'intérêt

entre les gérants et leurs performances qui pose problème et peut entraîner une bulle financière. La course aux *management fees* peut inciter les GPs à lever des tailles de fonds qu'ils ne sont pas en capacité de déployer avec discipline. On retrouve ici le phénomène d'aléa moral abordé en revue de littérature où un acteur prend plus de risques lorsqu'une contrepartie se porte garant que lorsqu'il est isolé.

D'autre part, du point de vue des investisseurs institutionnels, CB note une opacité dans la communication des informations financières de nombreux GPs. Afin de convaincre les LPs d'investir dans leurs fonds, certaines sociétés de gestion se présentent comme étant *top quartile* avec le recours au *bridge financing* par exemple. Il peut également exister des fonds sous mandats levés pour le compte de LPs en plus des fonds. Les informations les concernant n'ont pas l'obligation d'être diffusées aux prospects - il peut alors être très tentant pour le GP de communiquer uniquement sur les mandats réussis, ce qui n'est pas représentatif de la totalité du portefeuille. Ce phénomène peut causer une asymétrie d'information entre LPs/GPs, être source d'extrapolation et donc de cause de bulle financière. Pour autant, il existe des bases de données comme Prequin qui permettent aux LPs d'avoir une idée des performances réalisées par les fonds - bien que ces données sont loin d'être exhaustives.

3.1.4 L'existence d'une bulle financière

3.1.4.1 Les définitions d'une bulle financière

Pour la définition d'une bulle financière, le panel distingue plusieurs éléments intéressants. Trois des cinq répondants ont d'abord fourni une définition très proche de celle vue dans la partie revue de littérature (cf. [1.1.1.1.1](#)) - à savoir une déconnection entre le prix de marché d'un actif et ses fondamentaux. Les deux autres intervenants parlent aussi d'une surabondance de liquidités, qui va entraîner un manque de discipline dans les investissements et donc une augmentation des prix de manière déraisonnable. Enfin, plusieurs causes et biais cognitifs ont été mis en avant. CB et AF parlent d'un effet de groupe comme cause probable, LB et BC avancent une confiance déraisonnable de certains acteurs - ce qui fait écho au *Herding* avancé par Peter M. GARBNER (2001). Pour autant, CB et AM pensent qu'il y a davantage de biais cognitifs sur les marchés cotés où les interactions se font à la seconde près - ce qui rend les bulles plus spectaculaires. A l'inverse sur le non coté, il y a moins de volatilité mais aussi moins d'objectivité sur la valorisation des entreprises - ce qui peut toujours former des bulles financières.

Ces éléments nous montrent que le panel de répondant est au fait de la littérature économique, capable de fournir une définition précise d'une notion économique et donc à

même de répondre à la question de l'existence ou non d'une bulle - ce qui est très encourageant.

3.1.4.2 Les avis sur l'existence d'une bulle financière

Globalement, l'ensemble des répondants trouvent inquiétants l'augmentation des prix, la part grandissante de l'arbitrage dans la création de valeur et le recours important à la dette. Cela prouve quelque part l'inquiétude du marché face aux grandes tendances que ce soit pour les LPs, les GPs en *Private Equity*, les GPs en *Private Debt* et les Économistes. AM nous confirme d'ailleurs que la majorité des contreparties avec lesquelles il travaille exprime une inquiétude envers le marché. Concernant la bulle en tant que telle, quatre des cinq répondants pensent qu'il y a probablement une bulle financière sur le non coté qui peut avoir un impact plus ou moins marqué. Le dernier répondant exprime une réserve à ce sujet là, car selon lui, il est difficile de prédire une bulle.

BC et AM pensent qu'une rectification des valorisations va se produire assez prochainement notamment avec la crise du COVID-19. A l'inverse, LB, CB et AF estiment que les prix risquent de continuer d'augmenter un moment notamment dans les secteurs à forte croissance et résilients (*tech*, santé). Cette dichotomie de point de vue est très intéressante, elle montre en effet la difficulté à trouver un consensus objectif sur notre position actuelle dans le cycle économique.

Il s'agit désormais d'ouvrir le débat et de proposer quelques axes de réflexion. Face à la complexité de la situation économique actuelle couplée à un début de crise du COVID-19, quels sont les éléments à anticiper ? Comment LPs et GPs peuvent-ils continuer à déployer leurs capitaux sans prendre de risques inconsidérés ?

3.2 Les axes de réflexion

3.2.1 Les outils disponibles pour palier aux risques

Le premier axe de réflexion offert par le panel de répondants s'oriente autour des outils à la disposition des GPs et LPs pour détecter le risque de bulle. Comment peut-on intégrer les grandes tendances économiques dans la construction d'un portefeuille ?

3.2.1.1 L'avis des GPs

BC nous rappelle d'abord qu'il est difficile pour les GPs d'avoir une vision vraiment macroscopique pour anticiper les cycles économiques. Il existe des indicateurs historiques à analyser (évolution de la croissance économique, du chômage) qui permettent de faire des *business plans* dégradés sur un portefeuille ; mais chaque *deal* reste différent et correspond à une entreprise avec des problématiques spécifiques. Par ailleurs, les GPs doivent être capables de déployer les capitaux de leurs LPs en période de prospérité comme en période de crises. Pour éviter de sous-performer, AM recommande aux gérants de fonds de ne lever uniquement des montants dont ils sont capables d'investir avec un bon niveau de sélectivité (autour de 8-9%). Le cas échéant, ils auront moins de pression quant à l'avancement de leur fonds et pourront se concentrer sur les meilleurs *deals*.

Ensuite, un autre moyen d'augmenter le *dealflow* pour les GPs est d'avoir un réseau important pour être toujours positionné sur des nouvelles transactions et idéalement avoir des informations privilégiées. C'est notamment l'expérience que LB a pu avoir chez Euro Mena Funds : un nombre important d'Associés faisaient partie de la diaspora libanaise, un réseau puissant permettant d'accéder à certains *deals* hors enchères. Un autre exemple, le fonds américain K1 Investment Management possède une équipe dédiée de développement commercial qui contacte en amont des entreprises cibles pour créer une relation d'affaire et éventuellement investir à terme.

LB et BC avancent que certains fonds cherchent à se spécialiser dans une niche, ce qui permet de mieux connaître le marché et d'attirer des entrepreneurs qui souhaitent travailler avec des experts. Experienced Capital, un fonds français spécialisé dans les marques premiums, possède une équipe opérationnelle forte qui leur permet d'avoir accès à des *deals* par leur expertise. Ces conseillers vont également être utiles pour la création de valeur organique en apportant de nouvelles idées. A noter que les fonds de grandes tailles (type KKR, CVC, Ardian évoqués plus haut) vont à la fois tenter de maîtriser l'aspect réseau et

faire appel à des cabinets de conseil externes pour profiter des deux atouts permettant de pallier aux risques.

Le dernier point remonté est enfin de faire appel à l'avis de membres indépendants. Deux répondants ont évoqué la richesse de points de vues que peuvent apporter des conseillers spéciaux lors de comité d'investissement. Parfois certains gérants peuvent être tellement pris par le processus d'acquisition d'une entreprise qu'ils sont soumis aux biais cognitifs évoqués en partie revue de littérature (cf. [1.1.1.1.2](#)). Faire appel à un spécialiste peut interrompre un investissement ou au contraire permettre de trouver des nouveaux axes de création de valeur.

3.2.1.2 L'avis des LPs

CB rappelle qu'il est important pour un investisseur institutionnel de ne surtout pas cesser son programme d'investissement pendant une période de crise. Cela peut paraître paradoxal mais les relations avec les GPs peuvent mettre du temps à se créer et il faut penser long terme - un fonds dure en moyenne 10 ans, beaucoup de choses peuvent se produire entre temps. Cependant, il paraît judicieux en cas de crises de se concentrer sur des industries à forte croissance comme la *tech* ou la santé et d'éviter les mega-fonds qui peuvent avoir recours à l'effet de levier et tendance à acheter leurs entreprises aux prix forts. Même si ces industries sont des actifs généralement chers, les perspectives d'évolution et de création de valeurs permettent d'obtenir de la résilience en cas de crise. Un autre élément à prendre en compte est la diversification géographique, qui fait partie des règles de base en gestion d'actifs. Certains pays peuvent être touchés plus que d'autres par un effondrement économique, il est donc important d'avoir un portefeuille suffisamment équilibré.

3.2.2 La crise du COVID-19

Le deuxième axe de réflexion va s'intéresser aux effets potentiels de la crise du COVID-19 sur le marché non coté. Pour rappel, en décembre 2019, le monde est touché par une épidémie d'un coronavirus particulièrement infectieux qui va entraîner, à son pic (mars-avril 2020), le confinement d'environ la moitié de la population mondiale. Une crise importante de la demande est apparue notamment dans les secteurs du tourisme et des transports. A ce jour, les conséquences sur le long terme sont encore floues même si l'OCDE (2020) estime déjà un recul de 11.4% du PIB français sur l'année 2020. Les réflexions ci-dessous restent cependant purement hypothétiques.

3.2.2.1 L'avis des GPs

Les répondants s'accordent sur la nature imprévisible de la crise sanitaire du COVID-19. En tant qu'Économiste, AF a même dû ajuster ses modèles historiques en raison de certains événements jusqu'à présent jamais vus (chute soudaine du PIB des pays, du CA des entreprises). Le coronavirus a entraîné une baisse brutale de l'activité des sociétés particulièrement celles sur les marchés du *retail*, tourisme, transport ; il va par conséquent entraîner une baisse de l'EBITDA et donc des valorisations sur le marché du non coté. Pour un des trois professionnels interrogés, c'est une opportunité pour rectifier la récente envolée des prix et éviter à la bulle sous-jacente de continuer à prendre de l'ampleur. Les GPs vont devoir faire preuve davantage de rigueur en renforçant leur niveau de sélectivité et en intégrant la notion d'aléa sanitaire. Les deux autres répondants pensent qu'à l'inverse le COVID-19 va accentuer la présente bulle en créant des écarts importants sur les prix. D'un côté, les actifs considérés comme peu résilients vont avoir du mal à se vendre sans décote liée au risque qu'ils présentent désormais. D'un autre côté, les GPs vont toujours avoir autant de *dry powder* à déployer et auront tendance à investir dans les actifs les plus attractifs, quoi qu'il en coûte. En suivant cette hypothèse, le *spread* des multiples EV/EBITDA est amené à s'accroître laissant d'un côté des entreprises sans apport en capital et de l'autre des cas de survalorisation.

AF confirme cette deuxième hypothèse, les acteurs ont en période de crise, une inclination à se tourner vers les valeurs refuges, c'est à dire les meilleures actifs disponibles. Cela peut avoir comme conséquence une remontée de l'inflation, c'est à dire tout simplement une augmentation des prix.

3.2.2.2 L'avis des LPs

Pour les LPs, l'impact de la crise du COVID-19 est d'abord difficile à calculer. Contrairement aux marchés cotés où chaque événement peut avoir une répercussion à la seconde près, les valorisations des portefeuilles de non coté se font de manière trimestrielle avec la communication des *reportings* des GPs - il peut ainsi y avoir un décalage important dans le temps. Selon CB, le coronavirus a eu à Q1 2020 un effet moindre que le pire scénario (basé sur la crise de 2008) envisagé dans les prévisions annuelles. Si cet élément peut paraître encourageant, il est à mettre en perspective avec les futurs rapports de Q2 et Q3 2020. Beaucoup d'entreprises non cotées ont pu passer la crise avec des initiatives étatiques comme les PGE.

Ensuite, CB pense que la COVID-19 va avoir un effet *fly to quality* chez les GPs. Autrefois intéressé par le potentiel de croissance, les gérants de fonds vont désormais se concentrer sur des actifs qui se montrent en plus résilients. Au vu des niveaux importants de *dry powder* et du nombre constant de *deals*, on risque de voir les multiples EV/EBITDA grimper fortement et des bulles se former.

Depuis mars 2020, les investisseurs institutionnels ont enfin pu recevoir des propositions pour investir dans certains types de fonds comme Apollo Global Management ayant des stratégies contra-cycliques : *distressed debt* ou capital retournement. Ces gérants dits opportunistes accompagnent la restructuration de sociétés en difficulté - une tactique qui malheureusement devrait être florissante dans les années à venir.

CONCLUSION

Conclusion

2500 milliards de dollars, 11.5x et 50% sont respectivement le niveau de *dry powder* du capital investissement dans le monde, le multiple moyen d'EV/EBITDA sur le marché américain et la part de l'arbitrage dans la création de valeur d'une transaction de *buyout* en 2019. A juste titre, ces chiffres nous ont poussé à nous interroger sur la valorisation des actifs non cotés et sur l'existence d'une éventuelle bulle financière.

Dans la première partie revue de littérature du mémoire, la notion de bulle a clairement été définie comme l'absence de fondamentaux permettant de justifier un prix et comme l'espoir que la valeur d'un actif continue d'augmenter dans le futur. Ce phénomène trouve son origine dans la finance comportementale, qui nous indique que l'homme est soumis à des biais cognitifs forts comme l'extrapolation, l'aléa moral ou encore l'effet de groupe. Une fois les bases sémantiques du sujet posées, nous avons vu que le cycle économique actuel menace de toucher à sa fin avec une croissance continue depuis 8-10 ans et des taux d'intérêts maintenus extrêmement bas par les banques centrales. Au même moment, le marché du non coté connaît une forte attractivité avec d'importantes levées de fonds, le développement du co-investissement et du marché secondaire. Cela a généré des niveaux historiques de *dry powder*, un désintérêt pour le marché coté et des opérations P2P en augmentation. Cet attrait pour le non coté a également accru la concurrence, tiré les prix vers le haut et forcé les GPs à se spécialiser. De nouveaux intermédiaires sont apparus et la part de création de valeur organique a perdu du terrain face à l'arbitrage de multiple, rendant le marché plus intermédié et artificiel.

Dans la seconde partie du mémoire, nous avons établi une méthodologie stricte pour répondre au sujet. Après avoir brièvement résumé la revue de littérature et émis trois hypothèses plausibles, un questionnaire portant sur six points a été mis au point. Il a été administré à un panel de répondant ayant vécu des expériences plus ou moins longues (de 2 à 17.5 ans), diverses (*Private Equity*, *Private Debt*, économie) et internationales (France, Royaume-Uni, région MENA). Cette diversité est venue enrichir nos premières analyses.

Dans la troisième partie du mémoire, nous avons cherché à comparer les résultats des 5 entretiens semi-directifs pour en tirer des conclusions et des axes de réflexions. Il en est ressorti que l'ensemble des répondants est conscient de l'attractivité du marché non coté et de ses conséquences : augmentation des niveaux de *dry powder*, levées de méga-fonds de plusieurs milliards de dollars et donc une explosion des rémunérations des GPs. Cela a eu des conséquences inquiétantes comme la montée des multiples d'EV/EBITDA, la part importante de l'arbitrage dans la création de valeur et la diminution de la prime d'illiquidité. Le panel nous éclaire aussi sur le danger du recours abusif au *bridge financing*, qui a tendance à

opacifier les données communiquées par les GPs. Pour autant, des efforts de transparence et des initiatives ESG ont été mises en place. L'apport des fonds de *Private Equity* dans le développement de certaines régions se veut également très encourageant.

Mais alors, bulle ou pas bulle?

En reprenant les trois hypothèses émises (cf. [2.1.2](#)) et en les comparant avec les réponses des professionnels, on peut réfuter le premier postulat selon lequel on est en présence d'un phénomène de troupeau ou *Herding* en anglais. On a pu voir que chacun des répondants est bien conscient de la situation actuelle - aucun GP n'a par exemple suggéré l'idée qu'il fallait absolument profiter des taux bas en ayant recours à des niveaux de leviers importants pour suivre la tendance. Il y a une vraie prise de conscience des bénéfices mais aussi des dangers de la dette en cas de remontée des taux. De même certains participants nous ont parlé de leur expérience dans des fonds d'investissement qui tentent par divers moyens de se différencier pour toujours créer de la valeur. Pour ce qui est de la deuxième hypothèse, celle de la théorie du plus grand fou ou *the greater fool theory* en anglais, elle semble se confirmer. Avec la crise sanitaire, les LPs ont pu constater que des GPs se sont mis à vouloir vendre des entreprises en portefeuille qui ne se sont pas montrées résilientes. L'augmentation des LBOs secondaires montre également qu'il y a bien une course au déploiement de la *dry powder* sans nécessairement chercher des *deals* primaires. Et de ce point de vue là, oui, on peut dire qu'il peut y avoir une bulle sur le non coté. Néanmoins est-ce que cette bulle est prête à exploser? Rien n'est moins sûr. La crise du COVID-19 a chamboulé les marchés cotés comme non cotés. Il est aujourd'hui trop tôt pour en tirer des conclusions définitives mais cela a entraîné des baisses de valorisation ramenant donc certains GPs à la réalité. Mais comme l'ont souligné plusieurs répondants, on risque d'observer, dans les mois à venir, un phénomène de *fly to quality* où les fonds d'investissement pourraient se précipiter sur les *deals* les plus résilients augmentant encore plus les prix. Cela nous rapproche quelque part de la troisième hypothèse selon laquelle une bulle est toujours en cours de formation.

Malgré tout, la situation n'est pas complètement désespérée comme nous le rappellent les répondants. Les GPs qui vont le mieux sortir de la crise et de la potentielle bulle sont ceux qui ont fait preuve de discipline lors de leurs précédentes levées de fonds : en levant moins, ils gardent le contrôle et un bon niveau de sélectivité sur chaque *deal*. Le réseau et l'expertise restent enfin deux leviers à leur disposition pour continuer de créer de la valeur.

Faut-il être déçu face à cette conclusion qui ne répond pas de manière binaire à la question posée ? Il me semble finalement intéressant de rappeler la fonction principale des GPs dans la société : générer un retour sur investissement à leurs LPs en créant de la valeur économique et sociale. Et si la véritable question n'était pas tant de s'interroger sur l'existence d'une bulle, mais plutôt sur comment créer de la valeur résiliente ? L'industrie du *Private Equity* a successivement remodelé, structuré, digitalisé ses entreprises...quels seront les leviers de demain à la disposition des GPs pour transformer les sociétés non cotées ? Est-ce à travers

des critères ESG ? A travers les opportunités liées au développement durable ? A travers l'intelligence artificielle ? Sur ce point, je laisserai le dernier mot à KEYNES.

*“La difficulté n'est pas de comprendre les idées nouvelles, mais d'échapper aux idées
anciennes.”*

- John MAYNARD KEYNES (1936)

Bibliographie

- Preqin (2019), “Private Equity and Venture Capital report”
- Financial Times (2019), “Private equity races to spend record \$2.5tn cash pile”
- Joseph E. STIGLITZ (1990), “Symposium on Bubbles”, Journal of Economic Perspectives, Volume 4, Number 2, page 13-18.
- Robert SHILLER (2012), “Bubbles without markets”, Project Syndicate
- Dan ARIELY (2008), “Predictably Irrational”
- Daniel KAHNEMAN (2002), “Heuristics and Biases : The Psychology of Intuitive Judgment”
- Peter M. GARBER (2001), “Famous First Bubbles”
- Adam SMITH (1776), “The Wealth of nations”
- Charles P. KINDLEBERGER (2005), “Manias, Panics and Crashes”
- Jean-Paul RODRIGUE (2000), “L'espace économique mondial: les économies avancées et la mondialisation”
- Wesley C. MITCHELL (1946), “Measuring business cycles”, National Bureau of Economic Research
- Malcolm C. RORTY (1922), “The forces of the business cycle”
- Nikolaï KONDRATIEV (1935), “The long waves in economic life”, The review of economics and statistics
- Simon KUZNETS (1971), “Economic Growth of Nations”
- Pierre GRUSON (2020), “A quoi joue Donald TRUMP avec les taux d'intérêt ?”, Les Echos -
<https://www.lesechos.fr/idees-debats/cercle/opinion-a-quoi-joue-donald-trump-avec-les-taux-dinteret-1187213>
- Bain & Company (2020), “Global Private Equity Report 2020”
- OCDE (2013), “Zombie firms and weak productivity”
- U.S. Small Business Administration (1958), “Small Business Investment Act” -
<https://www.sba.gov/document/policy-guidance--small-business-investment-act>
- Parlement européen (2009), “Solvency II”

Banque des Règlements Internationaux (2010), “Bâle III : dispositif international de mesure, normalisation et surveillance du risque de liquidité”

American Congress (2010), “Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act”

Le nouvel Economiste (2011), “L’effet papillon”

Mark J. ANSON, Frank J. FABOZZI, Frank J. JONES (2010), “The handbook of traditional and alternative investment vehicles”

Aswath DAMODARAN (1995), “Investment Strategies”

Pascal QUIRY et Yann LE FUR (2019), “Pierre VERNIMMEN : Finance d’entreprise 2019”
17ème édition

Pascal QUIRY (2019), “La cotation n’est plus une consécration pour les entreprises”, Les Echos

<https://www.lesechos.fr/finance-marches/marches-financiers/pascal-quiry-hec-la-cotation-nest-plus-une-consecration-pour-les-entreprises-1005754>

Jay R RITTER (2017), “Initial Public Offerings: Updated Statistics”

Brad FELD (2015), “The rule of 40% for a healthy SaaS company”

Le nouvel Economiste (2019), “Le fiasco WeWork”

Arindam BANERJEE (2008), “Private equity in developing nations”

Josh LERNER (2019), “Private Equity and Financial Fragility during the Crisis”

Nicolaus LOOS et Martin HILB (2006), “Value creation in leveraged buyouts”

Oliver GOTTSCHALG et Achim BERG (2005), “Understanding Value Generation in Buyouts”, Journal of Restrcturing Finance

Patrick JENKINS (2019), “The Private Equity bubble is bound to burst”, The Financial Times

Ludovic PHALIPPOU (2020), “An Inconvenient Fact : Private Equity Returns & The Billionaire Factory”

OCDE (2020), “L’économie sur une ligne de crête”

John MAYNARD KEYNES (1936), “Théorie générale de l’emploi, de l’intérêt et de la monnaie”

Table des illustrations

Figure 1 : Evolution des principaux taux directeurs (Source : BCE / FED)

Figure 2 : Evolution des levées de fonds en Md\$ (Source : Preqin)

Figure 3 : Répartition des AUM en capital investissement (Source : Preqin)

Figure 4 : Les étapes d'une bulle Selon Jean-Paul RODRIGUE (2000)

Figure 5 : Les forces du cycle économique par Malcolm C. RORTY (1922)

Figure 6 : Evolution de croissance des indices de référence entre 2007 et 2019 (Source : Yahoo Finance)

Figure 7 : Frise des différentes classe d'actifs par liquidité selon Aswath DAMODARAN (1995)

Figure 8 : Evolution des niveaux de dry powder en Md\$ (Source : Preqin)

Figure 9 : Evolution de la durée moyenne des dry powders en années (Source : Preqin)

Figure 10 : Evolution des opérations de co-investissement des 15 investisseurs institutionnels les plus importants depuis 2005 (Source : Preqin)

Figure 11 : Evolution du nombre d'entreprises cotées vs. détenues par des fonds de PE aux Etats-Unis depuis 2000 (Source : Neuberger Berman)

Figure 12 : Evolution des multiples d'acquisition US vs. Europe depuis 2006 (Source : S&P Capital IQ)

Figure 13 : Evolution des multiples aux Etats-Unis depuis 2006 (Source : Thomson LPC)

Figure 14 : Evolution des opérations LBOs dans le monde depuis 2005 (Source : Preqin)

Figure 15 : Evolution des méthodes de sortie pour les opérations LBOs en Md\$ depuis 2005 (Source : Preqin)

Figure 16 : Evolution géographique des deals en montants entre 2005/2009 et 2015/2019 (Source : Preqin)

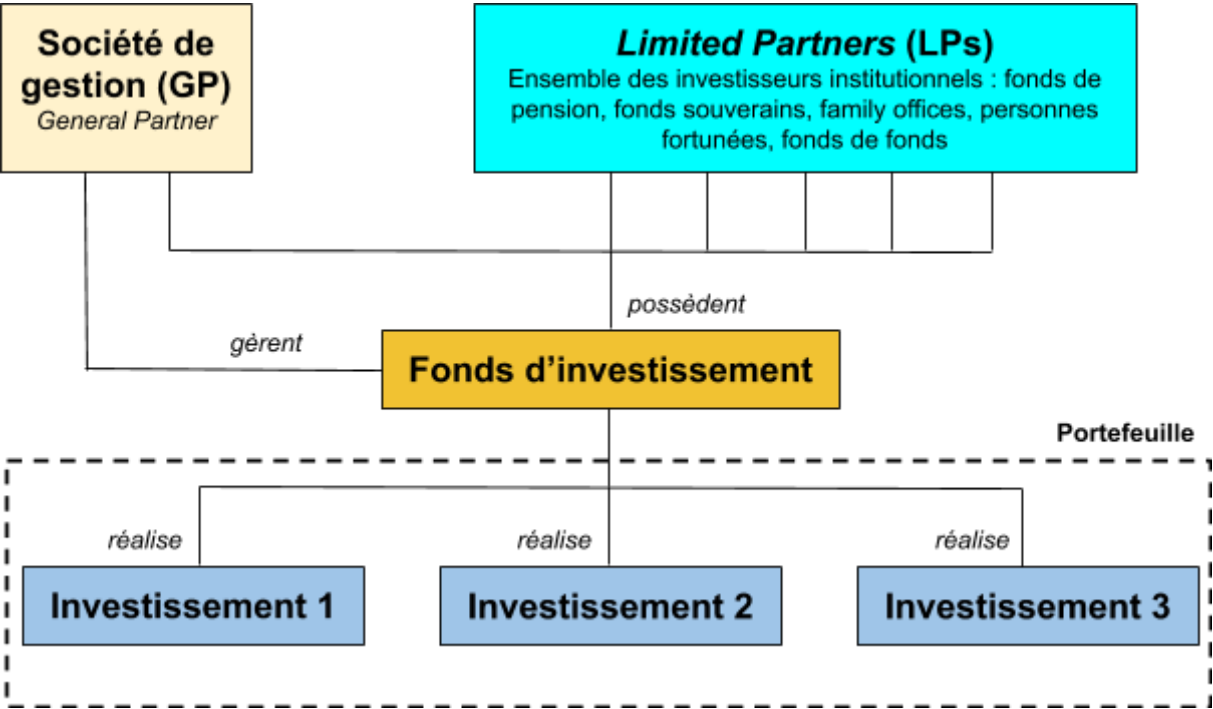
Figure 17 : Evolution du marché secondaires en levés et en transactions (Source : Lazard)

Figure 18 : Evolution du spread entre le S&P 500 PME et les fonds de PE aux Etats-Unis et en Europe depuis 2000 (Source : State Street Private Equity Index)

Figure 19 : Décomposition de la création de valeur sur un panel de deals américains et européens entre 2010 et 2019 (Source : CEPRES Platform)

Annexes

Annexe 1 : Schéma LPs / GPs



Annexe 2 : Traduction de la citation de Joseph E. STIGLITZ

*“If the reason that the price is high today is **only** because investors believe that the selling price will be high tomorrow - when “fundamental” factors do not seem to justify such a price - then a bubble exists.”*

- Joseph E. STIGLITZ (1990)

*“Si la raison pour laquelle un prix est élevé aujourd’hui est **seulement** parce que les investisseurs pensent que le prix de vente sera haut demain - quand les facteurs “fondamentaux” ne semblent plus justifier le prix” - alors une bulle existe.”*

- Joseph E. STIGLITZ (1990)

Annexe 3 : Traduction de la citation de Robert SHILLER

“A speculative bubble is a social epidemic whose contagion is mediated by price movements.

*News of price increase enriches the early investors, creating word-of-mouth stories about their success, which stir envy and interest. The **excitement** then lures more and more people into the market, which causes prices to increase further, attracting yet more people and fueling ‘new era’ stories, and so on, in successive feedback loops as the bubble grows.”*

- Robert SHILLER (2012)

*“Une bulle spéculative est une épidémie sociale dont la contagion est intermédiée par les mouvements des prix. Les nouvelles de l’augmentation du prix enrichissent les premiers investisseurs, diffusant par bouche à oreille le récit de leur succès et suscitant ainsi l’envie et l’intérêt. L’**excitation** attire de plus en plus de personnes sur le marché, ce qui entraîne une augmentation supplémentaire des prix, attirant encore plus de personnes et véhiculant des mythes successifs alors que la bulle grossit.”*

- Robert SHILLER (2012)

Annexe 4 : Traduction de la citation de Dan ARIELY

*“We are all far **less rational** in our decision-making than standard economic theory assumes.*

*Our irrational behaviors are neither random nor senseless: they are systematic and predictable. We all make **the same types of mistakes** over and over, because of the basic wiring of our brains.”*

- Dan ARIELY (2008)

*“Nous sommes bien **moins rationnels** dans nos manières de prendre des décisions que la théorie standard de l'économie le présume. Nos comportements irrationnels ne sont ni hasardeux ni dépourvus de sens : ils sont systématiques et prévisibles. Nous faisons tous **les mêmes types d'erreur** encore et encore, à cause de la manière basique dont fonctionnent nos cerveaux.”*

- Dan ARIELY (2008)

Annexe 5 : Traduction de la citation de Wesley C. MITCHELL

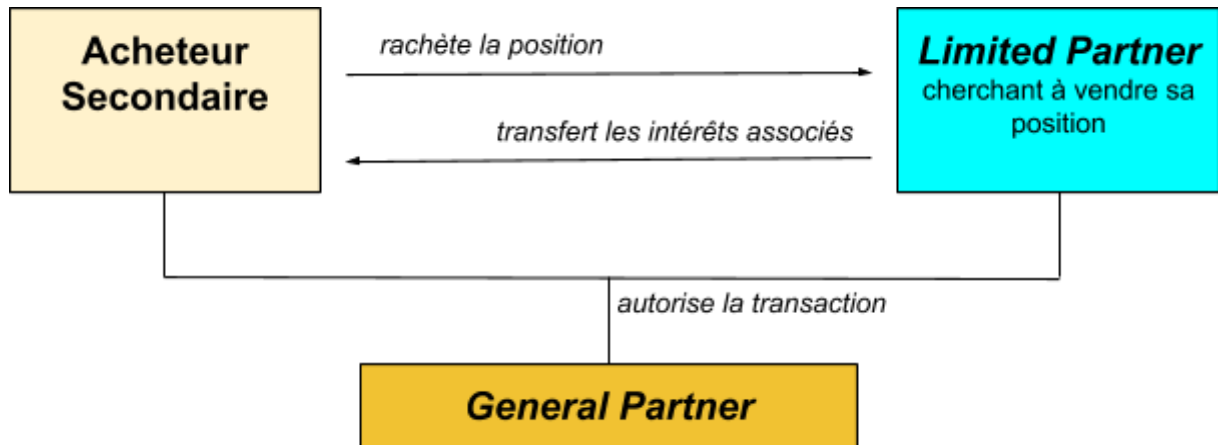
*“Business cycles are a type of fluctuation found in the aggregate economic activity of nations that organize their work mainly in business enterprises: a cycle consists of **expansions** occurring at about the same time in many economic activities, followed by similarly general **recessions, contractions, and revivals** which merge into the expansion phase of the next cycle; in duration, business cycles vary from more than one year to ten or twelve years; they are not divisible into shorter cycles of similar characteristics with amplitudes approximating their own.”*

- Wesley C. MITCHELL (1946)

*“Les cycles économiques sont une forme de fluctuation que l’on retrouve dans l’agrégation de l’activité économique des pays qui organisent leur travail principalement dans des entreprises commerciales : un cycle se compose d’une phase d’**expansions** ayant lieu au même moment pour beaucoup d’activités économiques, suivie de **récessions, contractions et reprises** qui fusionnent dans la phase d’expansions du cycle suivant; la durée des cycles économiques varient d’un an à dix - douze ans; ils ne sont pas divisibles en plusieurs cycles plus courts avec des caractéristiques et amplitudes similaires.”*

- Wesley C. MITCHELL (1946)

Annexe 6 : Schéma d'une transaction secondaire



Annexe 7 : Questionnaire administré aux répondants

Bonjour XXX,

Je m'appelle Olivier BILDSTEIN et travaille à la Caisse des Dépôts sur les investissements en fonds non cotés. Je réalise actuellement mon mémoire de fin d'études sur un sujet qui intéresse la CDC : la valorisation des actifs non cotés fait-elle l'objet d'une bulle ? Je conduis en ce moment une série de recherches auprès de LPs/GPs/économistes. Votre avis de professionnel me serait fort utile afin d'enrichir ma recherche avec vos retours d'expérience.

Si vous acceptez de participer, il s'agit de répondre aux 9 questions ci-dessous. Les réponses seront anonymisées. Conformément aux dispositions de la loi relative à l'informatique, aux fichiers et aux libertés (n°78-17 du 6 janvier 1978 modifiée), vous pourrez exercer vos droits d'accès, et de rectification ou suppression en me sollicitant. A l'issue de l'étude, je vous ferai bien entendu parvenir une copie si vous le souhaitez.

Merci de prendre le temps de répondre à quelques questions concernant votre expérience et le marché du *Private Equity*. Cet entretien est confidentiel et servira à la partie empirique de mon mémoire de fin d'études qui traite sur le sujet suivant : la valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ? L'entretien se déroulera de la façon suivante. Une première partie sera dédiée à votre parcours et votre intérêt pour le *Private Equity*. Une deuxième partie évoquera les grandes tendances actuelles sur le marché du non coté. Une troisième partie portera sur votre stratégie pour déployer vos capitaux dans l'environnement présent.

1. Pourriez-vous me parler un peu de vous (parcours académique, professionnel) et de votre intérêt pour le *Private Equity* ?
2. Une question assez générale d'abord, quelle définition donneriez-vous au terme de bulle financière ?
3. Concernant la valorisation du marché du non coté maintenant (sur lequel vous opérez), quels sont les grandes tendances que vous observez depuis 2008 ?
4. Quels sont les éléments que vous jugez encourageants ?
5. Quels sont les éléments que vous jugez inquiétants ?

On remarque une forte croissance du marché non coté lors de ces dix dernières années. Les prix payés par les GPs ont considérablement augmentés. Ces derniers gardent de moins en moins longtemps leurs actifs en portefeuille. Ils ont donc moins de temps pour réellement

créer de la valeur. D'après Bain, on estime que les jeux d'arbitrage représentent aujourd'hui près de 50% de la plus value d'une transaction de *buyout*.

6. Est-ce que selon votre définition, il pourrait y avoir une bulle financière dans le non coté ? Si oui, pourquoi ? Si non, pourquoi ?
7. En tant que LP, comment prenez-vous en compte ces grandes tendances dans la construction de votre portefeuille ?
8. D'un point de vue technique, quels outils sont à la disposition des LPs pour interroger sur les valorisations du marché non coté ?
9. Question annexe sur le COVID-19 : comment mesurer l'impact de la crise sanitaire sur votre portefeuille ?

Merci beaucoup XXX pour votre disponibilité et vos réponses.

Annexe 8 : Entretien 1, *Private Equity Analyst* (GP) chez Experienced Capital

LB a 2 ans d'expérience en capital investissement (GP) : après avoir effectué un stage de 6 mois chez Ardian à Paris puis un stage de 10 mois chez Euro Mena Funds à Beyrouth, il intègre l'équipe d'Experienced Capital à Paris en tant que Private Equity Analyste pour 6 mois. Il est diplômé d'un master en management de KEDGE Business School.

Bonjour LB, merci de prendre le temps de répondre à quelques questions concernant votre expérience et le marché du *Private Equity*. Cet entretien est confidentiel et servira à la partie empirique de mon mémoire de fin d'études qui traite sur le sujet suivant : la valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ? L'entretien se déroulera de la façon suivante. Une première partie sera dédiée à votre parcours et votre intérêt pour le *Private Equity*. Une deuxième partie évoquera les grandes tendances actuelles sur le marché du non coté. Une troisième partie portera sur votre stratégie pour déployer vos capitaux dans l'environnement présent.

Pourriez-vous me parler un peu de vous (parcours académique, professionnel) et de votre intérêt pour le *Private Equity* ?

LB : J'ai fait une classe préparatoire puis j'ai intégré KEDGE Business School. Je savais que je voulais faire de la finance et j'ai commencé par un stage de 3 mois en trading de commodités à Dubai chez Al Ghurair Ressources. J'ai beaucoup aimé la région, moins le métier. Dès lors que j'ai compris que la finance de marché ne m'intéressait pas tant que ça, j'ai regardé les métiers autour de la M&A et du *Private Equity*. Du coup, j'ai fait un premier stage chez Ardian en levée de fonds à Paris avec un focus sur la région MENA. Je ne me voyais pas faire de la relation investisseur à terme et je voulais passer en technique dans une équipe d'investissement. J'ai ensuite rejoint un fonds anglais basé à Beyrouth pendant un peu moins d'un an. Là bas, j'ai participé à toutes les phases d'un investissement : origination, réalisation et cession. Un jour par semaine, je travaillais aussi pour la Banque Mondiale qui avait un fonds de VC dans la région MENA. J'ai fini ma scolarité avec un stage de 6 mois à Paris dans un fonds spécialisé dans le *retail premium* : Experienced Capital. Désormais, je réalise des missions de *freelance* et je monte un studio d'enregistrement en parallèle.

Une question assez générale d'abord, quelle définition donneriez-vous au terme de bulle financière ?

LB : C'est un moment du cycle économique où la confiance des investisseurs est à son

comble. On remarque une tendance au sur-investissement et ainsi les actifs voient leur prix exploser. En résumé, c'est une confiance disproportionnée du marché qui crée une bulle - dès lors que la confiance s'érode la bulle explose.

Concernant la valorisation du marché du non coté maintenant (sur lequel vous opérez), quels sont les grandes tendances que vous observez depuis 2008 ?

LB : La première tendance que je vois, c'est l'explosion de l'attractivité du *Private Equity* et des investissements alternatifs (PE, immobilier etc). C'est désormais une classe d'actif à part entière pour les investisseurs institutionnels (fonds de pension, fonds souverains), qui cherchent à s'extraire de la volatilité parfois extrême des marchés. A l'échelle des entreprises, on observe aussi ce phénomène avec un recul des IPOs et l'augmentation des P2Ps. La deuxième est une augmentation des LBOs secondaires qui peut entraîner une bulle. Beaucoup de fonds *large cap* doivent investir l'argent de leur LPs dans un temps donné, ce qui les pousse à acheter souvent chers à d'autres fonds de PE. Ces gros acteurs cherchent d'ailleurs à diversifier leurs investissements en visant de plus petites entreprises où la compétition peut être moindre. La troisième tendance est le changement de vision de l'opinion publique sur le *Private Equity*. Alors qu'avant, on pouvait considérer la classe d'actif comme "vorace" avec des achats/ventes profitant de l'effet de levier. Désormais les GPs sont vus comme de véritables partenaires financiers qui apportent de la valeur ajoutée.

Quels sont les éléments que vous jugez encourageants ?

LB : Les fonds d'investissement de *Private Equity* sont désormais vus comme des partenaires de confiance auprès des entreprises mais aussi auprès des états qui n'hésitent pas à investir dedans via leurs fonds souverains. C'était notamment une partie de mon mémoire : *How Private Equity funds in the MENA region integrate country risk in their approach* ? Il y a de nombreux pays qui comptent dynamiser leur région à travers des mandats en capital investissement. Un autre élément concerne la création de valeur des GPs, qui apportent des contacts, de l'ouverture à l'international et de l'expertise aux entreprises dans lesquelles ils investissent. Chez Experienced Capital, il y avait une équipe *inhouse* de 8 consultants spécialisés pour aider les lignes en portefeuille ; ce sont des éléments qu'une banque ne peut pas offrir.

Quels sont les éléments que vous jugez inquiétants ?

LB : Il y a actuellement beaucoup de liquidité (*dry powder*) sur le marché du non coté, qui va avoir pour effet d'augmenter les prix des actifs et ainsi la taille des fonds. De fait, les petits

fonds ont du mal à survivre car ils n'ont pas forcément suffisamment d'argent pour faire des *deals*. Il ne leur reste que les investissements en minoritaire ou les opérations propriétaires qui mettent du temps à se faire. Cela crée un cercle vicieux et une course à la taille. C'est un phénomène que j'ai pu observé chez Euro Mena Funds où dans la région du Moyen-Orient, il y a quelques gros fonds (comme Africinvest) et peu de *deals*. On a travaillé sur un actif hospitalier au Liban et à l'issue des enchères, on s'est rendu compte qu'un acteur américain avait raflé la mise en payant un multiple très loin de notre proposition. Cet exemple montre qu'il y a des problématiques de survalorisation évidentes notamment dans les NTIC (Nouvelles Technologies d'Information et de Communication). Ça rend le travail compliqué - on observe des fonds comme SoftBank qui se retrouvent à investir dans des Uber/WeWork sur valorisés car on ne se concentre plus sur le *business* en lui même mais plus sur l'attractivité du secteur.

On remarque une forte croissance du marché non coté lors de ces dix dernières années. Les prix payés par les GPs ont considérablement augmentés. Ces derniers gardent de moins en moins longtemps leurs actifs en portefeuille. Ils ont donc moins de temps pour réellement créer de la valeur. D'après Bain, on estime que les jeux d'arbitrage représentent aujourd'hui près de 50% de la plus value d'une transaction de *buyout*.

Est-ce que selon votre définition, il pourrait y avoir une bulle financière dans le non coté ? Si oui, pourquoi ? Si non, pourquoi ?

LB : Oui, je pense qu'il y a une bulle pour l'ensemble des raisons que tu as avancées. La valorisation d'une entreprise se fait à partir de KPIs. Dans le cas de certains secteurs notamment innovants (santé, nouvelles technologies), ces indicateurs se basent sur la création de nouveaux marchés dans le futur - ce qui par définition rend les travaux de valorisation compliqués et parfois éloignés de la réalité. La transformation digitale a permis un changement de paradigme - tout comme l'afflux de liquidité. On ne valorise désormais plus un *business* en tant que tel, mais davantage par rapport au marché futur (avec une certaine projection) qu'il peut être.

En tant que GP, comment prenez-vous en compte ces grandes tendances dans la construction de votre portefeuille ?

LB : Dans le cadre de mon expérience chez Euro Mena Funds, il y avait d'abord la notion de risque pays à prendre en compte. Certains fonds (Proparco, BEI, EBRD) ont tenté d'investir sans succès. Ainsi, des petits fonds se sont créés agissant comme *proxy* et spécialistes de la région avec un fort réseau local. Mon fonds profitait de la diaspora libanaise par exemple.

Cette notion de réseau permet d'avoir des informations sur les meilleurs *deals* pour essayer de les payer les moins chers possibles.

Dans le cadre d'Experienced Capital, la notion d'expertise sectorielle avait une place prépondérante. Il existe des fonds spécialisés créés par des technocrates couplés avec une équipe de consultants experts. En tant qu'investisseur dans le *retail* de luxe, Experienced Capital était capable de s'implanter dans les endroits où il y avait le plus de passage par exemple. Certains entrepreneurs sont soucieux de travailler avec des experts et souhaitent absolument travailler avec un fonds en particulier quitte à vendre une partie de son entreprise moins cher.

Dans le cadre d'Ardian, la création de valeur passait par un mélange des deux : le réseau et l'expertise. On faisait régulièrement appel à des cabinets de stratégie type McKinsey & Company pour opérer les changements nécessaires à un *business*.

Pour résumé, le réseau et l'expertise d'un fonds dans son apport en création de valeur sont des éléments qui peuvent permettre aux GPs de faire des *deals* moins onéreux.

D'un point de vue technique, quels outils sont à la disposition des GPs pour interroger sur les valorisations du marché non coté ?

LB : Cela se fait au cas par cas. Il existe d'une part des plateformes comme Merger Market ou Capital IQ qui centralisent tous les *deals* cotés à la discrétion des parties prenantes. L'accès à l'information est primordiale. D'autre part, plus tu avances dans une transaction, plus les GPs font appel à leur comité d'investissement. Ce dernier est primordial, car il peut apporter des conseils précieux et des connaissances extérieures toujours en lien avec le réseau. On a, à titre d'exemple renoncé d'investir dans une plateforme de *retail* grâce à notre comité qui nous a alerté sur les prix.

Question annexe sur le COVID-19 : comment mesurer l'impact de la crise sanitaire sur votre portefeuille ?

LB : Le COVID-19 a entraîné une baisse d'activité considérable, qui a diminué la valorisation de la plupart des actifs. Certaines entreprises sont passées d'une phase de croissance à une phase de difficulté voire de restructuration. Cela peut d'ailleurs être une opportunité concernant la valorisation du marché non coté avec une diminution de la bulle.

Merci beaucoup LB pour votre disponibilité et vos réponses.

Annexe 9 : Entretien 2, *Private Equity Associate* (GP) chez InnovaFonds

BC a 2 ans et demi d'expérience en capital investissement (GP) en France : après avoir effectué deux stages de 6 mois chez InnovaFonds puis BpiFrance, il devient Private Equity Associate chez InnovaFonds. Il est diplômé d'un master en finance de KEDGE Business School.

Bonjour BC, merci de prendre le temps de répondre à quelques questions concernant votre expérience et le marché du *Private Equity*. Cet entretien est confidentiel et servira à la partie empirique de mon mémoire de fin d'études qui traite sur le sujet suivant : la valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ? L'entretien se déroulera la façon suivante. Une première partie sera dédiée à votre parcours et votre intérêt pour le *Private Equity*. Une deuxième partie évoquera les grandes tendances actuelles sur le marché du non coté. Une troisième partie portera sur votre stratégie pour déployer vos capitaux dans l'environnement présent.

Pourriez-vous me parler un peu de vous (parcours académique, professionnel) et de votre intérêt pour le *Private Equity* ?

BC : J'ai réalisé un master orienté finance à KEDGE Business School à Marseille. Je ne savais pas trop ce que je voulais faire à la base et je voulais un peu tester la fusion acquisition. J'ai réussi à trouver un stage de 6 mois en M&A *corporate* dans une entreprise pharmaceutique : Synlab. A l'issue de cette expérience, j'ai fait deux autres stages de 6 mois en *Private Equity* cette fois : InnovaFonds et Bpifrance. J'ai reçu une offre de CDI chez InnovaFonds et décidé de rester.

Quand j'étais chez Synlab, l'entreprise était sous-LBO de Cinven et c'était intéressant de voir comment le fonds nous accompagne au quotidien. Ca m'a donné envie de faire du PE - j'aime aussi beaucoup travailler sur des problématiques de valorisation avec Excel. Et actuellement (avec le COVID-19) suivre les entreprises que l'on a en portefeuille est super intéressant. Du fait que je travaille dans un petit fonds, il a beaucoup plus d'implication.

Une question assez générale d'abord, quelle définition donneriez-vous au terme de bulle financière ?

BC : C'est lorsqu'il y a tellement d'argent disponible (notamment grâce aux levés de fonds), que les prix augmentent de manière déraisonnable. On retrouve ça à travers les classes d'actifs : *private equity*, immobilier, infrastructure. Par exemple, on a perdu un dossier en phase finale face à sept autres fonds (là où généralement il ne reste plus que 2-3 fonds). Cette

compétition fait qu'il y a une guerre des prix et que certains fonds se retrouvent à acheter des entreprises à des montants non raisonnables.

Concernant la valorisation du marché du non coté maintenant (sur lequel vous opérez), quels sont les grandes tendances que vous observez depuis 2008 ?

BC : D'abord, on constate que les prix augmentent. Quand j'étais chez Synlab, on constatait déjà que les prix des laboratoires pharmaceutiques étaient trop chers - on avait du mal à trouver des bonnes entreprises à racheter. Certains acteurs n'hésitaient pas à proposer des offres d'achat à 10x-12x de multiple d'EBITDA. Ensuite, selon les secteurs, les prix diffèrent. Nous investissons par exemple dans des entreprises industrielles où on peut trouver des multiples à 2.5x, ce qui n'a rien à voir avec des sociétés de conseil ou de santé. Avant la crise du COVID-19, les secteurs chers étaient ceux avec un fort potentiel de croissance. Mais désormais je pense que ce sont les entreprises les plus résilientes (avec des risques limités) qui vont coûter le plus cher : on retrouve là les sociétés dans les logiciels, la santé, l'éducation et potentiellement le transport. On a travaillé récemment sur un dossier dans la santé sur la *silver economy* : il est parti à 17.5x. Cependant dans les autres secteurs de l'industrie, je dirais que ces problématiques sont moins présentes.

Quels sont les éléments que vous jugez encourageants ?

BC : Sur l'industrie dans laquelle on investit, on a pu observer une bonne résilience de nos sociétés en portefeuille. Beaucoup de nos participations ont retrouvé une activité à 100% en ligne avec leur budget. Une de nos lignes par exemple ne s'est pas arrêtée du tout pendant le confinement : c'est une petite entreprise dans le Jura où les salariés voulaient vraiment que l'activité soit maintenue. Et désormais, la reprise est encourageante - reste à voir si cela se confirme dans le temps.

Quels sont les éléments que vous jugez inquiétants ?

BC : L'afflux de dette à taux intéressant notamment avec les PGE (Prêts Garantis par l'Etat) permet à certaines entreprises de survivre aujourd'hui, mais à terme beaucoup d'entre elles vont rencontrer des problèmes de trésorerie. L'accès à la dette devrait finir par se réduire dans les années à venir. Il va y avoir moins de *deals* purement LBO et plus de projets de capital développement autour de la croissance organique.

On remarque une forte croissance du marché non coté lors de ces dix dernières années. Les prix payés par les GPs ont considérablement augmentés. Ces derniers gardent de

moins en moins longtemps leurs actifs en portefeuille. Ils ont donc moins de temps pour réellement créer de la valeur. D'après Bain, on estime que les jeux d'arbitrage représentent aujourd'hui près de 50% de la plus value d'une transaction de *buyout*.

Est-ce que selon votre définition, il pourrait y avoir une bulle financière dans le non coté ? Si oui, pourquoi ? Si non, pourquoi ?

BC : C'est assez compliqué. Je ne pense pas que les prix vont être amenés à diminuer donc oui il y a probablement une bulle. Je comprends que certaines entreprises soient mieux valorisées que d'autres mais comme toute chose : il y a une limite.

En tant que GP, comment prenez-vous en compte ces grandes tendances dans la construction de votre portefeuille ?

BC : Je ne pense pas qu'on se demande vraiment à l'échelle macro, si il y a une bulle ou pas. En fait, on refuse systématiquement d'investir quand on juge qu'un multiple est trop haut pour limiter nos risques. Lorsque l'on décide d'investir, on s'assure qu'il y ait un minimum de leviers de croissance organique. On tente aussi de conseiller nos sociétés en portefeuille sur de potentielles acquisitions qui permettraient de faire de la croissance externe. Pour tout ce qui est besoin en conseils techniques, on fait appel à notre réseau du "club expert" formé d'anciens professionnels du marketing, *yield manufacturing*, cybersécurité etc. Ce sont des personnes en *freelance* entre 30 et 50 ans, qui s'impliquent directement auprès des sociétés. Ils sont moins chers que les grands cabinets de conseil et les dirigeants de nos sociétés sont plus sensibles à leur discours.

D'un point de vue technique, quels outils sont à la disposition des GPs pour interroger sur les valorisations du marché non coté ?

BC : On s'embête rarement à faire des DCF. On part le plus souvent du multiple d'EBITDA pour faire notre modèle LBO et on fait un cas dégradé du *business plan* fourni par l'entreprise. Si il y a des points spécifiques, on peut faire appel à des spécialistes de la valorisation - ce qui nous permet d'avoir davantage d'informations sur le marché. On peut aussi le coté, mais d'expérience les associés chez InnovaFonds arrivent à savoir ce qu'une entreprise vaut.

Question annexe sur le COVID-19 : comment mesurer l'impact de la crise sanitaire sur votre portefeuille ?

BC : Dès le début, on a appuyé nos dirigeants sur la demande de PGE (Prêts Garantis par l'Etat) pour les avoir le plus rapidement possible. On a ensuite fait des budgets dégradés

post-COVID avec des *business plans* assez poussés. Les associés avaient beaucoup d'échanges avec les dirigeants pour faire des *reportings*.

Merci beaucoup BC pour votre disponibilité et vos réponses.

Annexe 10 : Entretien 3, *Investment Manager* (LP) à la Caisse des Dépôts

CB a plus de 8 ans d'expérience en gestion d'actifs non cotés (LP) : d'abord à Londres chez Bfinance puis à Paris au Groupe Caisse des Dépôts. Il est diplômé d'un master en gestion d'actifs de l'Université Paris Dauphine et possède également la certification CFA (Chartered Financial Analyst).

Bonjour CB, merci de prendre le temps de répondre à quelques questions concernant votre expérience et le marché du *Private Equity*. Cet entretien est confidentiel et servira à la partie empirique de mon mémoire de fin d'études qui traite sur le sujet suivant : la valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ? L'entretien se déroulera la façon suivante. Une première partie sera dédiée à votre parcours et votre intérêt pour le *Private Equity*. Une deuxième partie évoquera les grandes tendances actuelles sur le marché du non coté. Une troisième partie portera sur votre stratégie pour déployer vos capitaux dans l'environnement présent.

Pourriez-vous me parler un peu de vous (parcours académique, professionnel) et de votre intérêt pour le *Private Equity* ?

CB : Au niveau des études, j'ai intégré l'Université Paris Dauphine après un baccalauréat scientifique et une vague idée de ce qu'était le monde de la finance. A l'issue de mes quatre premières années à Dauphine, j'ai fait le master 222 en *asset management* qui couvrait l'ensemble des classes d'actif (*fixed income*, *private equity* etc). Après mon master, il me manquait une expérience internationale. Voulant partir dans un pays anglosaxon, je suis parti à Londres dans une société de conseil en investissement : Bfinance. Mon *job* consistait à aider des investisseurs institutionnels dans leur déploiement de capital à travers toutes les classes d'actifs. Lors de mes deux premières années, j'avais des missions diversifiées pour des clients internationaux sur le coté comme le non coté. Puis j'ai intégré l'équipe qui se concentre uniquement sur le non coté pendant quatre ans où j'ai développé une appétence pour le *Private Equity*. J'ai eu l'opportunité de rencontrer beaucoup de gérants (GPs) au quotidien, car les fonds de monde entier mettent les pieds à Londres pour lever en Europe. J'ai réalisé beaucoup de *due diligences* et sélections de fonds pour des clients de Bfinance comme un fonds de pension canadien ou encore une compagnie d'assurance sud coréenne - la complexité de la classe d'actif m'a vraiment plu. C'était une super expérience mais ce qui me manquait c'était le suivi du portefeuille après coup - c'est alors que j'ai postulé à la Caisse des Dépôts passer côté investisseur. Mon intérêt pour la PE a été un long cheminement.

Une question assez générale d'abord, quelle définition donneriez-vous au terme de bulle financière ?

CB : C'est quand il y a un effet de groupe, où plusieurs personnes suivent les décisions d'autres et sont amenées à payer un prix supérieur à une valeur réelle. C'est une forme de déconnection avec la réalité. Il y a des articles qui sont parus récemment sur les prix des marchés cotés versus non cotés. Le non coté a une volatilité plus faible mais suit globalement la tendance du coté, qui lui est plus volatile - les biais de la finance comportementale y sont beaucoup plus importants et on peut plus facilement réaliser des décisions irrationnelles. Ça a été le cas en début de crise du COVID où le S&P 500 a chuté considérablement. En revanche d'après les premières analyses de notre portefeuille, l'impact du COVID a eu un impact moindre que les simulations anticipées du *business plan* 2019.

Concernant la valorisation du marché du non coté maintenant (sur lequel vous opérez), quels sont les grandes tendances que vous observez depuis 2008 ?

CB : Sur le non coté, on observe un décalage entre les appels et les distributions. Désormais, il y a plus de distributions que d'appels. Certains GPs ont profité de cette tendance en levant des fonds de plus en plus gros, ce qui a entraîné un afflux important de *dry powder*.

On observe également un recours plus important à la dette au niveau des entreprises mais aussi au niveau des fonds avec des facilités de crédit permettant de booster les performances comme le *bridge financing* qui augmente le TRI. En tant que LP, on fait désormais attention de calculer un TRI retraité de l'usage du *bridge*. Ainsi beaucoup de fonds annoncent des performances de premier quartile en manipulant les chiffres à leur avantage.

Au niveau des prix, ils ont considérablement augmenté au global depuis 2008. Mais je pense que le COVID va avoir pour tendance de créer davantage d'écarts. D'une part, les prix des secteurs résilients (santé, *tech*) vont exploser en raison d'une forte demande. D'autre part, les secteurs exposés (*retail*, transport) vont perdre considérablement en attractivité en raison d'une seconde vague potentielle.

Quels sont les éléments que vous jugez encourageants ?

CB : Il y a eu beaucoup d'initiatives sur l'ESG proposées par les LPs comme les PRI (*Principles for Responsible Investment*). On peut également évoquer le questionnaire de contrôle ESG des sociétés sous-jacentes créé en collaboration avec des acteurs de la place parisienne : Idinvest, CNP Assurances, Swen Capital et le Groupe Caisse des Dépôts. L'ILPA est une association de LPs qui a fait beaucoup de choses en faveur de la transparence de l'information financière. Elle propose des *templates* pour uniformiser les reporting des GPs

ou des recommandations quant à l'utilisation du *bridge financing*.

Quels sont les éléments que vous jugez inquiétants ?

CB : Certains fonds ont vu leur taille augmenter de manière trop prononcée pour profiter de l'afflux en liquidité. Des franchises ont également lancé de nouvelles lignes de fonds thématiques ou *mid-cap* (KKR, TPG), qui sortent de leur spectre historique. Avec cette attractivité, les meilleurs fonds repensent parfois les termes et conditions de leur rémunération en augmentant les *managements fees* ou en abaissant le *hurdle*. Enfin, il y a toujours de l'opacité sur la diffusion des informations financières. Outre l'impact du *bridge financing* évoqué précédemment, une société qui investit plusieurs mandats peut par exemple faire preuve d'un biais de sélectivité et ne mettre en avant qu'une partie de ses performances.

On remarque une forte croissance du marché non coté lors de ces dix dernières années. Les prix payés par les GPs ont considérablement augmentés. Ces derniers gardent de moins en moins longtemps leurs actifs en portefeuille. Ils ont donc moins de temps pour réellement créer de la valeur. D'après Bain, on estime que les jeux d'arbitrage représentent aujourd'hui près de 50% de la plus value d'une transaction de *buyout*.

Est-ce que selon votre définition, il pourrait y avoir une bulle financière dans le non coté ? Si oui, pourquoi ? Si non, pourquoi ?

CB : Oui, ce sont des éléments qui nous interrogent en tant que LPs. Pour palier à ce risque de bulle, on a eu tendance à être davantage attiré par des fonds de plus petites tailles sur des stratégies *growth* qui profitent moins des jeux d'arbitrage. Mais selon moi, la crise du COVID va tirer les prix encore plus vers le haut avec un phénomène de *fly to quality*. Les GPs vont intégrer l'éventualité d'une crise sanitaire et se concentrer encore plus vers les actifs résilients. Concernant la période de détention, elle va s'étendre à nouveau avec la crise pour éviter la destruction de valeur immédiate.

En tant que LP, comment prenez-vous en compte ces grandes tendances dans la construction de votre portefeuille ?

CB : Pour établir le programme 2020, on a pris en compte des facteurs économiques et extra économiques. En terme de gestion d'actif, je pense que la plus grosse erreur est d'arrêter un programme lors d'une crise. Un programme met au minimum quatre ans à être construit et chaque fonds s'étale sur une dizaine d'années. Il faut donc éviter d'avoir le biais comportemental d'arrêter de déployer des capitaux lors d'une crise. A la CDC, on a pris en compte les grandes tendances en évitant les mega-fonds qui se positionnent sur des *deals* très

compétitifs et donc très/trop chers. On a eu également une vision de construction de portefeuille pour limiter les risques et décider de se concentrer sur des géographies où nous étions sous-exposés (pays nordiques par exemple) et des industries résilientes (santé, *tech*).

D'un point de vue technique, quels outils sont à la disposition des LPs pour interroger sur les valorisations du marché non coté ?

CB : On a essentiellement recours au multiple EV/EBITDA. Maintenant sur certaines stratégies notamment *growth* qui investissent sur des sociétés à EBITDA négatif, on a recours à des outils plus cohérents comme le CAGR. Dans le domaine de la santé également, les multiples peuvent exploser mais être justifiés rapidement en cas de validation de grandes avancées technologiques.

Question annexe sur le COVID-19 : comment mesurer l'impact de la crise sanitaire sur votre portefeuille ?

CB : On a eu beaucoup de discussions avec nos gérants, c'est notre principale source d'information. A partir de cela, on a une approche très prudente et nous nous basons sur les décotes de la dernière crise financière de 2008 (-15% de la NAV). Nous avons 80% des reportings de Q1 2020 mais l'impact complet ne pourra être calculé qu'ultérieurement.

Merci beaucoup CB pour votre disponibilité et vos réponses.

Annexe 11 : Entretien 4, Économiste chez Natixis

AF a 2 ans d'expérience en tant qu'Économiste France chez Natixis à Paris : il travaille sur les problématiques de bulles notamment dans le secteur de l'immobilier et intervient régulièrement sur BFM TV. Il est double-diplômé d'un master en sciences politiques de l'Institut de Sciences Politiques de Grenoble et d'un master en commerce international de l'Université Panthéon-Assas Paris II.

Bonjour AF, merci de prendre le temps de répondre à quelques questions concernant votre expérience et le marché du *Private Equity*. Cet entretien est confidentiel et servira à la partie empirique de mon mémoire de fin d'études qui traite sur le sujet suivant : la valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ? L'entretien se déroulera la façon suivante. Une première partie sera dédiée à votre parcours et votre intérêt pour le *Private Equity*. Une deuxième partie évoquera les grandes tendances actuelles sur le marché du non coté. Une troisième partie portera sur votre stratégie pour déployer vos capitaux dans l'environnement présent.

Pourriez-vous me parler un peu de vous (parcours académique, professionnel) et de votre intérêt pour le *Private Equity* ?

AF : Après le lycée, je suis parti à Sciences Po Grenoble où j'ai fait trois ans de licence et une échange Erasmus. J'ai ensuite rejoint Paris Panthéon Assas pour faire un master d'économie en alternance chez Natixis dans l'équipe de l'Économiste immobilier. J'ai travaillé un an sur cette classe d'actif avec un focus sur la France et les pays nordiques. En octobre 2019, j'ai changé d'équipe et je suis aujourd'hui Économiste France dans cette même banque. En ce moment, on travaille beaucoup bien évidemment sur l'impact du coronavirus et les effets post-crise (endettement des entreprises, marché immobilier, consommation, investissement des ménages).

Une question assez générale d'abord, quelle définition donneriez-vous au terme de bulle financière ?

AF : C'est un phénomène où le prix des actifs dépasse grandement la valeur réelle qu'ils sont censés avoir. Par exemple, lorsqu'il y a une bulle financière qui se crée sur le marché de l'immobilier - cela signifie que le prix d'un appartement est beaucoup trop élevé par rapport aux fondamentaux. Lorsqu'il y a une bulle, il y a trop de personnes qui spéculent sur un bien faisant ainsi grimper les prix artificiellement. On peut s'attendre au bout d'un moment à une situation de krach avec une diminution quasi immédiate des prix. C'est cela qui a expliqué la

bulle immobilière en 2008 - il y avait énormément d'emprunts immobiliers accordés à des personnes non solvables, une confiance du marché, une politique d'investissement accommodante.

Concernant la valorisation du marché du non coté maintenant (sur lequel vous opérez), quels sont les grandes tendances que vous observez depuis 2008 ?

AF : Avant 2008, il y avait clairement des taux d'intérêts assez bas imposés par les banques centrales jusqu'à l'arrivée de Ben BERNANKE à la tête de la FED qui a remonté les taux. Cela a eu pour effet de lever le voile sur la bulle financière. Depuis 2008, on a une reprise économique lente (à partir de 2010) qui s'est concentrée davantage sur le non coté. On constate également une politique monétaire dont les taux ne sont jamais remontés - traditionnellement les taux baissent en période de crise et remonte une fois la crise finie pour avoir un effet contracyclique. Par la suite avec Mario DRAGHI, on a une politique monétaire historiquement accommodante par la BCE. Cela a entraîné des décélérations successives entre le prix des actifs et leur valeur réelle. Un des problèmes qui peut se poser, c'est l'incapacité des banques centrales à avoir recours aux instruments conventionnels en cas de crise : l'abaissement des taux d'intérêts et l'augmentation de la masse monétaire. Il ne lui reste plus que le rachat de dette d'entreprises et d'états dit *quantitative easing*.

Quels sont les éléments que vous jugez encourageants ?

AF : Au niveau économique, les Etats peuvent aujourd'hui avoir recours à l'endettement sans craindre une crise des dettes. Après la crise des *subprimes*, beaucoup de pays se sont endettés auprès des marchés financiers sans que personne ne rachète les dettes. Le taux d'intérêt de la Grèce est monté à hauteur de 20%, ce qui est désastreux. Aujourd'hui cela n'est pas possible parce que la BCE rachète les déficits. Même si les agences de notation abaissent les notes, on ne pourra pas voir de crise.

Quels sont les éléments que vous jugez inquiétants ?

AF : Avec des taux d'intérêt bas et la crise du COVID-19, on remarque un fort taux d'endettement des entreprises notamment dans les PME non cotés. Le recours trop important à la dette peut avoir deux conséquences pour une société : l'arrêt des investissements et/ou le recours au licenciement pour rembourser les intérêts. On voit là un engrenage : licenciements, augmentation du chômage, baisse de la demande privée et des profits des entreprises. Aujourd'hui, les gouvernements aident les entreprises quoi qu'il en coûte.

On remarque une forte croissance du marché non coté lors de ces dix dernières années. Les prix payés par les GPs ont considérablement augmentés. Ces derniers gardent de moins en moins longtemps leurs actifs en portefeuille. Ils ont donc moins de temps pour réellement créer de la valeur. D'après Bain, on estime que les jeux d'arbitrage représentent aujourd'hui près de 50% de la plus value d'une transaction de *buyout*.

Est-ce que selon votre définition, il pourrait y avoir une bulle financière dans le non coté ? Si oui, pourquoi ? Si non, pourquoi ?

AF : D'un point de vue macro économique, on constate une forte hausse de l'épargne. Les ménages sont frileux à consommer et à spéculer. Par conséquent, on s'attend dans les mois à venir à une remontée de l'inflation - c'est à dire une augmentation des prix. On pense également voir un retour aux valeurs refuges comme l'immobilier ou les actions. Ainsi, même si le non coté paraît cher aujourd'hui, il est fort probable que les meilleurs actifs non cotés continuent à voir leur valeur augmenter dans les prochains mois. Il y a néanmoins beaucoup d'incertitudes sur la manière dont cela va se dérouler et si ça peut présenter une bulle. Cependant, il est certain qu'à l'issue de la crise du COVID-19, il n'y aura pas de pondération des risques et donc une diminution du risque des bulles.

En tant qu'Économiste, comment conseilleriez-vous un LP/GP de prendre en compte ces grandes tendances dans la construction de son portefeuille ?

AF : Non applicable.

D'un point de vue technique, quels outils sont à la disposition des Économistes pour interroger sur les valorisations du marché non coté ?

AF : Au sein de Natixis, on a plusieurs centres de recherches. Dans mon département, on travaille sur des modèles macroéconomiques qui se basent sur les indicateurs des diverses classes d'actif (actions, obligations, immobilier). Cela forme une importante base de données et on peut déceler des tendances historiques au niveau des prix. Nous utilisons le logiciel EViews pour réaliser ce genre d'études économétriques.

Question annexe sur le COVID-19 : comment mesurer l'impact de la crise sanitaire sur votre portefeuille ?

AF : Globalement, on utilise les mêmes indicateurs pour traiter de la crise du COVID-19. Il faut re-paramétriser certains modèles qui n'étaient pas conçus pour traiter des croissances à -10%. La seule différence est qu'il n'y a pas de précédent historique d'une crise sanitaire de cette ampleur.

Merci beaucoup AF pour votre disponibilité et vos réponses.

Annexe 12 : Entretien 5, Private Debt MD (GP) chez Eiffel Investment Group

AM a 17.5 ans d'expérience en finance au Royaume-Uni et en France : d'abord en banque chez RBS à Londres, puis en dette privée successivement à La Banque Postale et Aviva Investors. Il est aujourd'hui Managing Director chez Eiffel Investment Group à la tête de l'activité de dette privée impacte. Il est diplômé d'un master en économie-finance de Sciences Po Paris et d'un DESS de l'Université Paris Dauphine.

Bonjour AM, merci de prendre le temps de répondre à quelques questions concernant votre expérience et le marché du *Private Debt*. Cet entretien est confidentiel et servira à la partie empirique de mon mémoire de fin d'études qui traite sur le sujet suivant : la valorisation des actifs non cotés, fait-elle l'objet d'une bulle ? L'entretien se déroulera la façon suivante. Une première partie sera dédiée à votre parcours et votre intérêt pour le *Private Debt*. Une deuxième partie évoquera les grandes tendances actuelles sur le marché du non coté. Une troisième partie portera sur votre stratégie pour déployer vos capitaux dans l'environnement présent.

Pouvez-vous donner quelques indications sur votre parcours académique et professionnel et votre intérêt pour le *Private Debt* ?

AM : Je suis diplômé de Sciences Po Paris (section ECOFI) et d'un DESS de Paris Dauphine. J'ai commencé à travailler dans la finance en 2003. Après presque 9 ans dans les équipes de financements à Londres et à Paris, je suis rentré dans le monde du *Private Debt* en 2011, d'abord à La Banque Postale en tant que Directeur adjoint des activités de dette privée corporate, puis en 2014 chez Aviva Investors où j'étais Directeur des activités de dette privée (dette infrastructure, dette immobilière et dette corporate) avant de rejoindre le 1^{er} juillet 2019 Eiffel Investment Group pour lancer le 1^{er} fonds de dette privée à impact en Europe (Eiffel Impact Debt).

On retrouve dans la littérature académique une multitude de définitions du terme de bulle financière. STIGLITZ (1990) et SHILLER (2012) s'accordent sur une définition comprenant deux éléments nécessaires et suffisants : (a) L'absence de fondamentaux justifiant le prix d'un actif, (b) l'espoir que le prix d'un actif continue d'augmenter à l'avenir.

En tant que professionnel de l'investissement, voyez-vous d'autres éléments qui pourraient enrichir cette définition du terme de « bulle financière » ?

AM : En préambule aux réponses à ces questions, il me semble utile de rappeler que l'univers du non coté est très vaste dans la mesure où il couvre à la fois la dette (obligations et prêts) et l'equity d'une part. D'autre part il comprend des sous-jacents différents : l'immobilier, les infrastructures ou les entreprises. Enfin, si on se concentre sur les entreprises, la nature du risque peut varier en fonction de la taille : le marché des PME ne se comportent pas de la même manière que celui des ETI ou des grandes entreprises (ex : Sonepar). C'est certes une évidence mais qu'il me semble utile de rappeler : il est difficile à mon sens de généraliser les tendances. Pour éviter toute ambiguïté, mes réponses portent sur la partie dette privée corporate (PME/ETI).

Je préciserais les points suivants :

- Ce marché est par nature et comme son nom l'indique, privé. Cela signifie (1) que les opérations ne sont pas toutes rendues publiques et (2) qu'il n'existe pas réellement et objectivement à mon sens, de prix de marché tel que défini par la rencontre d'offres et de demandes. Il n'y a par exemple pas de benchmark ou d'indices comme il en existe sur les marchés publics (ou cotés) qui permettent d'objectiver un prix ;
- Le marché du non coté est toujours moins volatile et plus long à s'ajuster que le marché coté : c'est lié au fait que ce marché n'est pas liquide : si une bulle devait intervenir ce serait beaucoup moins violent et brutal que sur le marché coté.

Concernant la valorisation du marché du non coté, quels sont les grandes tendances que vous observez depuis 2008 ?

AM : Quelques remarques sans ordre particulier :

- Ce marché (en particulier celui de la dette privée) a commencé à se développer fin 2011 / début 2012 en France un peu dans la continuité de ce qu'il s'était passé aux Etats-Unis où la désintermédiation est beaucoup plus forte et beaucoup plus naturelle : à la suite de la crise de 2008, les entreprises américaines ont très vite compris l'intérêt de diversifier les sources de financements et de ne pas s'appuyer uniquement sur les banques (notamment après la faillite de Lehman qui a montré tout simplement qu'une banque pouvait faire défaut). Le marché de l'USPP est aussi une bonne illustration de la maturité de la désintermédiation. A titre d'illustration on cite souvent le chiffre de 75% des financements aux Etats-Unis sont assurés par des institutions non bancaires (assureurs, fonds etc). C'est l'inverse en Europe (entre 20 et 30% selon les études). Par conséquent l'évolution et la pérennité de ce marché laissent peu de doute ;

- Le marché de la dette privée a débuté en s'adressant à des grosses ETI et même à des grandes entreprises. Aujourd'hui même des PME peuvent avoir recours à ce type de financement alternatif.

Dans les grandes lignes et depuis 2011 (toujours côté dette privée) :

- Après avoir augmenté significativement entre 2012 et 2015, le montant de financements désintermédiés est resté relativement stable mais...
- ... le nombre d'opérations a augmenté avec mécaniquement la taille des opérations qui était en moyenne réduite ;
- La taille des entreprises financées en 2019 est plus petite en moyenne qu'elle ne l'était en 2012 ;
- Beaucoup d'acteurs se sont positionnés sur ce segment pour répondre à la demande des investisseurs institutionnels : *asset managers* adossés à un assureur, *asset manager* indépendant, multiplication des fonds de dette privée qui a entraîné une abondance de liquidité en particulier entre 2016 et 2019 - contexte plutôt « *borrowers friendly* » qui semble s'achever avec la crise sanitaire et le début d'une crise économique : on observe quelques ajustements relatifs au prix et aux termes et conditions ;
- Les équipes (gérants) étaient plus ou moins adaptées pour assurer la gestion de ce nouveau type d'actifs (analyse crédit approfondie requise pour des actifs détenus en *buy and hold*) ;
- Les prix de la dette privée offrent en général une prime d'illiquidité intéressante mais objectivement complexe à calculer (en général elle est estimée à 100bp mais c'est à prendre avec réserve) : cette prime est la contrepartie du caractère *buy and hold* (peu ou pas de liquidité si volonté de vendre), absence de side business offert aux fonds de dette dont ce n'est pas la stratégie ni l'objet, etc) ;

Côté passif, les investisseurs ont augmenté la part dédiée aux actifs non cotés pour essentiellement deux raisons : (1) diversifier les investissements et (2) obtenir un retour ajusté du risque attractif (et pas seulement en se focalisant sur un rendement juteux en apparence). Cette allocation (avec Richard vous êtes mieux placés que moi pour le savoir) reste néanmoins assez marginale sur l'ensemble des portefeuilles (on me cite généralement « entre 2 et 5% » de la totalité des actifs).

Quels sont les éléments que vous jugez encourageants ?

AM : Remarque générale liée à la crise sanitaire actuelle, nous observons 2 éléments rassurants :

- Sans vouloir faire de généralités, les entreprises sont globalement un peu mieux armées aujourd'hui qu'elles ne l'étaient en 2008 : elles présentent une certaine solidité financière à la fois d'un point de vue trésorerie et que fonds propres. Elles ont aussi d'une manière générale globalement pris les bonnes mesures conservatoires ;
- Les états et les financiers (banques, institutionnels, établissements publics) ont joué leur rôle : soutien massif et immédiat qui a permis de sauver des entreprises à l'occasion d'une crise sans précédent ;

Sans être cynique, la crise sanitaire devrait par ailleurs avoir un effet bénéfique en apportant davantage de discipline à divers titres :

- Une gestion plus fine de la liquidité disponible sur le marché du non côté : plusieurs défauts (ou difficultés) observés dans les portefeuilles de certains fonds récemment ont encouragé davantage de vigilance de la part des gérants qui doivent rendre des comptes à leurs LPs. Cela devrait entraîner une limitation de la compétition entre fonds dont certains ont une pression malsaine pour investir très rapidement (souvent au détriment de l'analyse de crédit). C'est une bonne chose car sinon cela est un facteur générateur de bulle potentiellement ;
- Une meilleure sélectivité des dossiers : la dette privée n'est pas adaptée à toutes les entreprises de la même manière que les fonds de dette ne sont pas là pour remplacer les banques mais au contraire doivent se positionner en complément des banques. Chacun son rôle : de manière très résumée, les banques doivent assurer le financement court terme et toutes les facilités qu'offrent les banques par nature (flux etc) et les fonds peuvent apporter en complément des financements bullet et plus long, ce qui leur permet de matcher leur actif avec leur passif ;
- La pertinence de la dimension ESG. Nous le voyons avec notre fonds à impact qui se révèle être parfaitement adapté à la phase de reconstruction qui va suivre la crise sanitaire : les enjeux ESG doivent plus que jamais être adressés et surtout ils doivent l'être de manière très concrète. Le green washing est sévèrement sanctionné par les investisseurs institutionnels qui sont de plus en plus exigeants dans ce domaine tout simplement parce que leurs propres clients le sont.

Quels sont les éléments que vous jugez inquiétants ?

AM : A titre personnel, je vois essentiellement trois sources d'inquiétude, ces trois éléments étant finalement assez liés. Ils sont indépendants de la crise sanitaire actuelle et sont plus des points de vigilance à garder en tête !

- Le profil des acteurs : la gestion de fonds de private debt (et de fonds non cotés en général) requiert une expertise propre et des ressources adaptées. Ces activités nouvelles pour les *asset managers* et les investisseurs institutionnels ont nécessité des réajustements dans les équipes de gestion afin de recruter des profils adaptés compétents en analyse crédit et en investissement (on ne gère pas un portefeuille d'un fonds de dette comme on gère un bilan d'une banque) tout en étant capable de rendre des comptes à des investisseurs en suivant les investissements de A à Z ;
- La rémunération des gérants : c'est un enseignement personnel de la crise de 2008. Le risque en adoptant une rémunération excessive et/ou non alignée avec la performance des fonds gérés, est de privilégier des gérants opportunistes et peu soucieux du risque pris. C'est particulièrement vrai en *private equity* et ce peut être une source d'accélération d'une bulle ;
- La décorrélation entre le risque et le prix : dans ce marché décrit plus haut comme étant relativement illiquide et privé, le risque est aussi qu'il y ait une forme de décorrélation entre l'appréciation du risque et le rendement de l'investissement. C'est pour cette raison que nous veillons systématiquement à parler de retour ajusté du risque plutôt que de rendement uniquement. La construction d'un portefeuille ne doit pas être exclusivement conduite par le prisme du rendement qui n'est qu'un élément parmi d'autres.

On remarque une forte croissance du marché non coté au cours des dix dernières années. Les prix payés par les GPs (EV/EBITDA dans le *Private Equity* par exemple) ont considérablement augmenté. Ces derniers gardent de moins en moins longtemps leurs actifs en portefeuille. Ils ont donc moins de temps pour réellement créer de la valeur. D'après Bain, on estime que les jeux d'arbitrage représentent aujourd'hui près de 50% de la plus-value d'une transaction de buyout.

Est-ce que selon vous, il pourrait y avoir une bulle financière dans le non coté ? Si oui, pourquoi ? Si non, pourquoi ?

AM : Il me semble que cette question porte plus spécialement sur le *Private Equity* et je suis moins compétent pour y répondre. Cela étant dit, je suis en mesure de confirmer ce sentiment très largement partagé par les acteurs de ce marché avec qui je discute régulièrement. La crise sanitaire devrait apporter une forme de correction à cette tendance observée ces derniers mois.

En tant que GP, comment prenez-vous en compte ces grandes tendances dans la construction de votre portefeuille ?

AM : D'abord nous nous assurons que les fonds levés pourront être investis. Cela signifie que nous analysons dans le détail le marché afin de nous assurer de sa profondeur en nous posant finalement la question suivante : le marché nous offrira-t-il suffisamment d'opportunités d'investissements intéressantes ? Une stratégie peut se révéler gagnante si au moins deux conditions sont réunies : (1) elle répond à un besoin des investisseurs et (2) côté actifs, le marché offre un gisement d'opportunités suffisamment important

Ensuite nos équipes de gestion n'ont pas de pression malsaine pour investir. Chaque décision d'investissement est prise à la lumière du triptyque essentiel suivant :

- Être confortable sur le niveau de risque : le comprendre et l'accepter (bien sûr conformément au mandat accordé par les LP) ;
- Définir un cadre adapté : dans l'intérêt des investisseurs finaux, les termes et conditions doivent refléter le niveau de risque pris (cela comprend le rendement) ;
- Enfin et c'est propre à nos fonds à impact qui positionnent le risque extra-financier au même niveau que le risque financier : la trajectoire d'impact construite avec la société emprunteuse doit être sincère, ambitieuse et mesurable.

En pratique le taux de sélection de nos investissements est très éloquent : seules 6-8% des opportunités qui sont analysées et qui correspondent à nos mandats arrivent à leur terme.

Enfin, il s'agit d'un métier humain dont le succès repose à long terme sur : des équipes de gestion compétentes et responsabilisées et une gouvernance à la fois robuste mais pragmatique.

D'un point de vue technique, quels outils sont à la disposition des GPs pour s'interroger sur les valorisations du marché non coté ?

AM : Non applicable.

Question annexe sur le COVID-19 : comment mesurez-vous l'impact de la crise sanitaire sur votre portefeuille ?

AM : Le portefeuille d'Eiffel Impact Debt est très récent (le premier investissement date de décembre 2019 donc mes remarques sont des considérations générales :

- Il est nécessaire d'appréhender chaque actif (chaque entreprise) sous deux angles : A court terme : comment est gérée la trésorerie ? quelles sont les mesures d'urgences

prises ? Réactivité du management ? A moyen et long terme : résilience des fondamentaux de l'entreprise ? Solvabilité (tout ne se résout pas par de la dette) ?

- Rôle du management et de l'actionnaire : c'est dans ces moments là qu'on mesure l'importance d'avoir un management solide et d'un actionnaire aligné avec eux ;
- Notre fonds a vocation à accompagner des entreprises de secteurs qui sortiront gagnants à moyen et long terme de cette crise : l'enjeu est de les identifier et c'est paradoxalement une chance pour nous de commencer à investir à ce stade du cycle.

Merci beaucoup AM pour votre disponibilité et vos réponses.