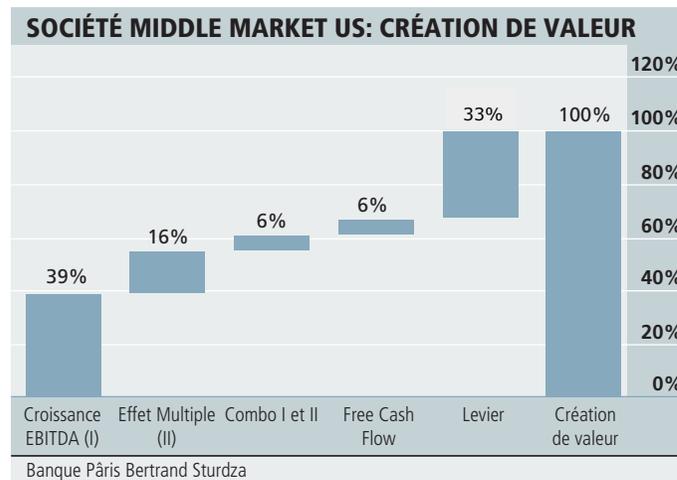


PME US: le cœur du Private Equity

L'univers américain du Middle Market recouvre près de 200.000 entreprises, qui représentent un tiers du PIB du secteur privé US.

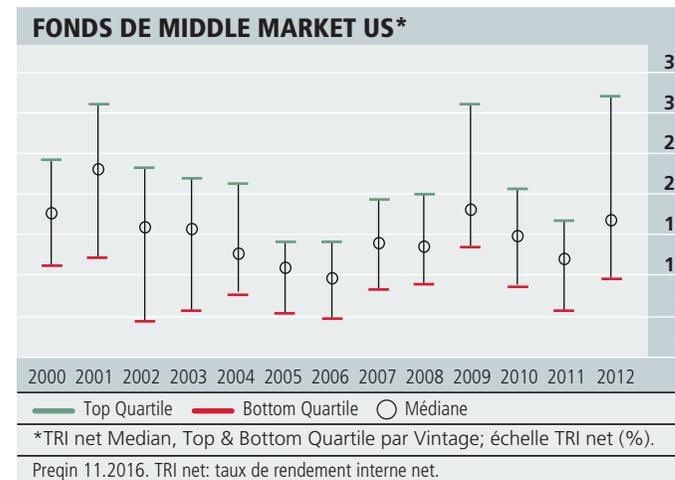
JACQUES CHILLEMI
PAVEL ERMOLINE*

Le contexte économique et financier actuel est marqué par une survalorisation des marchés actions, particulièrement aux Etats-Unis, et un aplatissement sans précédent des courbes de taux obligataires. Dans un tel environnement, la recherche du rendement, sans pénaliser le profil de risque des portefeuilles, suggère une refonte des allocations d'actifs. C'est ainsi que de nombreux investisseurs augmentent leur allocation dans les stratégies non-cotées: le Private Equity. Selon Prequin, les capitaux alloués au Private Equity ont crû de 8% p.a. depuis 2009, pour atteindre 4'200 milliards en 2015. L'allocation moyenne des grands investisseurs institutionnels US, selon la même source, se situe autour de 15%. La surperformance de cette classe d'actifs est désormais bien établie: + 4,5% p.a. sur le MSCI World (11% pour Private Equity vs 6,5% pour le MCSI World). De plus, les rendements du Private Equity ont été générés avec stabilité: sur la période 2000-2013, le rendement médian des fonds n'a jamais été inférieure à 7% p.a. et ce pour chaque année de vintage. Cette stabilité s'explique largement par la diversification multidimensionnelle des fonds (secteurs, vintages, régions et actifs). Les stratégies de Buyout dédiées à l'investissement dans des sociétés US de taille moyenne sont à l'origine du Private Equity et en demeurent le fondement. L'uni-



vers américain du Middle Market recouvre près de 200'000 entreprises, qui représentent un tiers du PIB du secteur privé US, soit l'équivalent de la cinquième économie mondiale en termes de taille. Il constitue le marché le plus profond du Private Equity américain, représentant 72% du Buyout. Contrairement aux fonds de Large ou Mega Buyout, qui génèrent leur rendement via le recours à un levier élevé de dettes et l'ingénierie financière (avec parfois des échecs très médiatisés, comme TXU), les Buyouts dits du Middle Market ont pour objectif une création de valeur opérationnelle, au sens large. Cela se traduit notamment par une position majoritaire au capital, des sièges au conseil d'administration, un développement du réseau logistique, une expansion géographique, une stratégie d'acquisition sur un marché fragmenté, une op-

timisation de la production, des efforts de R&D et le recrutement des meilleurs talents. Plus des deux tiers de la création de valeur trouve son origine dans ce travail approfondi des managers des fonds de Private Equity auprès des directions des entreprises. L'effet du levier de la dette d'acquisition ne représente qu'un tiers de la performance de l'investissement. Ces différentes facettes de la création de valeur sont rendues possibles grâce au réseau des managers, ainsi qu'à leur longue expérience industrielle. En ce sens, les managers sont de vrais partenaires économiques, participant activement au développement des entreprises. Cette approche très entrepreneuriale par les fonds d'investissement est bâtie sur une politique prudente d'endettement et d'acquisition, dont les multiples se tiennent autour de 7x à 8x l'EBITDA contre autour de 10x



pour le Buyout Large Cap. En effet, les sociétés du Middle Market sont souvent mono-produit et mono-région, justifiant ainsi une décote relative vis-à-vis d'un acteur ayant une gamme diversifiée et une présence internationale. Cette pratique d'affaires apporte une forte résilience face aux cycles économiques. Ainsi durant la crise des années 2008, la restriction d'accès à la dette a fortement contraint le développement des grands LBO (Leveraged Buyout), alors que le volume des transactions de taille intermédiaire n'a été que marginalement affecté. Ce segment surperforme ainsi les rendements du Private Equity, avec un retour moyen de 15% p.a. et une grande stabilité des rendements. Cette performance est toutefois réalisée sur un marché vaste, et la dispersion est importante. Un travail de sélection rigoureux est requis pour pouvoir obtenir les meilleurs rendements.

La principale difficulté pour investir sur ce marché réside dans l'accès aux fonds de Buyout du Middle Market les plus performants. Ceux-ci sont de taille intermédiaire, et de surcroît souvent cantonnés au marché domestique US, et sont généralement sursous-crits du fait de leur succès. Ils sont ainsi offerts en priorité aux investisseurs existants ou sur invitation aux nouveaux entrants. Les tickets d'entrée minimaux sont élevés, entre USD 5-10 millions, et la souscription est subordonnée à l'acceptation des managers. Pour un nouvel entrant, un partenariat avec des professionnels du secteur est indispensable, pour sélectionner les meilleurs managers, et accéder aux fonds. L'investissement se fera généralement via un Pool de fonds sélectionnés par ces professionnels.

* Banque Pâris Bertrand Sturdza SA