

## Faut-il investir dans les fonds de dette privée ?



L'épargnant se familiarise avec le private equity. Cette technique de financement permet d'apporter des fonds à des entreprises non cotées afin qu'elles puissent racheter d'autres sociétés, se développer ou se restructurer. Les intérêts des managers des sociétés de private equity, des investisseurs externes et des dirigeants des entreprises financées sont alignés grâce à des bonus motivants.

Les fonds de private equity ont émergé à la fin des années 1980 aux Etats Unis lorsque le modèle économique des grands conglomérats (ITT, Tenneco, LTV) a commencé à s'essouffler et lorsque les banques ont réduit leurs crédits à la suite de l'instauration du ratio « Cooke ». Initialement, ils apportaient du capital aux entreprises, principalement dans des opérations de rachats d'entreprises par endettement (LBO – Leverage Buy Out). Les crédits étaient consentis par le marché (« junk bonds ») ou par les banques.

## La genèse du marché de la dette privée

Après le LBO, le private equity s'est attaqué aux entreprises en difficulté (« distressed »). Pour pouvoir investir sur ce marché, il est souvent nécessaire de racheter la dette décotée des sociétés concernées avant de la transformer en capital. Les fonds de private equity se sont ainsi familiarisés avec le rachat des dettes. Et ils ont constaté qu'il était parfois tout aussi rémunérateur de revendre la dette ultérieurement sans l'avoir transformé en capital, minimisant ainsi leur prise de risque. Des fonds de dettes « distressed » ont ainsi commencé à lever des fonds. Le plus important d'entre eux, Oaktree Capital, est devenu célèbre pour avoir fait plier l'Argentine au terme d'une bataille judiciaire homérique.

Les gérants de sociétés de private equity ont ensuite imaginé d'émettre des titres hybrides entre dette et capital : les financements « mezzanine ». Lorsque la banque ne veut plus prêter parce que le bilan est trop déséquilibré, l'entreprise émet une dette subordonnée (en cas de difficulté, c'est la dernière à être payée avant les actionnaires), donc beaucoup plus risquée, mais beaucoup mieux rémunérée (entre 15 et 20 %). Contrairement à une augmentation de capital, les actionnaires ne sont pas dilués.

Parallèlement, le marché du LBO s'est normalisé. Il s'est avéré que les « junk bonds » n'étaient pas aussi pourris que leur appellation pouvait le laisser craindre. Les investisseurs pouvaient y gagner beaucoup d'argent. Pourquoi, se sont interrogés les gérants de private equity, laisser cette manne aux seuls marchés financiers ou aux banques ? Ils ont ainsi créé des fonds regroupant les dettes LBO existantes en les classant selon leurs risques sous-jacents : les « Collateralised Loan Obligations » (CLO). Puis, progressivement, ils ont créé des véhicules spécifiques pour consentir des prêts aux entreprises. Ainsi était né le marché de la dette privée.

C'est aujourd'hui le segment du private equity qui se développe le plus rapidement. Outre le « distressed », les « CLO » et les « mezzanines », il regroupe des financements à de grandes entreprises (les loueurs d'avions notamment), à des projets d'infrastructures ainsi qu'à de très nombreuses entreprises de taille moyenne.

## La dette privée est devenue en quelques années une classe d'actifs à part entière

Le marché de la dette privée a plus que doublé depuis 2015. Il est estimé aujourd'hui à au moins 1.000 milliards de dollars dans le monde selon Moody's. Il fait jeu égal avec les financements LBO traditionnels, eux-mêmes en forte progression. La taille des opérations financées s'accroît ; les prêts unitaires peuvent atteindre jusqu'à 5 milliards de dollars (presqu'autant que le PGE consenti par les Etats français et néerlandais pour sauver Air France).

Le marché est dominé par certains acteurs traditionnels du private equity (Apollo, Blackstone, Blackrock, Eurazeo en Europe). Mais il a créé également ses propres champions : Brookfield (qui vient de racheter Oaktree), Ares, Tikehau en Europe.

Les levées de fonds sont de plus en plus significatives. Ares vient de boucler un fonds de 4,5 milliards de dollars dont le montant n'a rien à envier aux fonds de capital plus traditionnels.

Certains acteurs adoptent des stratégies de niche. Parmi elles, les prêts à cliquet (« ratchet debt ») qui permettent d'obtenir un rabais dans l'hypothèse où des objectifs prédéfinis (souvent environnementaux) sont atteints

Les fonds de dette privée réservés aux particuliers sont encore peu répandus en France. Quelques-uns d'entre eux se sont spécialisés sur l'immobilier (Entrepreneurs & immobilier de la société Entrepreneur Invest). D'autres lancent ponctuellement ou régulièrement des levées de fonds. Nos préférés sont ceux d'Eurazeo (Idinvest Private Value Europe 3) et de Tikehau (dont les tickets d'entrée sont plus élevés).

Le marché a été dopé par deux grandes forces.

La première est le retrait des banques. Les contraintes réglementaires se sont durcies depuis le ratio « Cooke ». Pour prêter aux entreprises, les banques doivent immobiliser de plus en plus de fonds propres qu'il faut ensuite correctement rémunérer. Il est plus rentable pour elles de se spécialiser sur les activités moins gourmandes en capitaux. Aux Etats Unis, où le marché de la dette privée est le plus développé, les banques ne financent plus que 20 % des prêts accordés aux PME.

La seconde est l'appât du gain. Les sociétés de private equity ne connaissent pas Bâle 2. Les investisseurs sont à la recherche de rendement dans un contexte de taux bas. La dette privée répond à leurs attentes : une rémunération élevée et protectrice contre une remontée des taux (la dette est généralement à taux variable). De quoi contrebalancer l'illiquidité inhérente au private equity.

Les entreprises qui recourent à de la dette privée ne réalisent pas d'économies par rapport à un crédit bancaire ou à une émission obligataire. Elles s'y retrouvent car les fonds sont plus réactifs, plus souples, plus discrets, et, pour les plus petites d'entre elles, plus accessibles.

### La rançon du succès

Le marché de la dette privée suscite pourtant des critiques de plus en plus marquées.

Au mois d'Octobre dernier, l'agence de notation Moody's a publié un rapport accablant dans lequel elle mettait en garde les investisseurs contre un marché risqué, sans règle, illiquide et opaque. Moody's pointait notamment la supposée moindre sinistralité de la dette privée. Les informations produites dans ce domaine par les sociétés de private equity seraient sujettes à caution. Ces dernières seraient par ailleurs, comme les financeurs des LBO, contraintes de revoir à la baisse leurs critères d'acceptation des dossiers sous l'effet de la concurrence.

De son côté la Banque des Règlements Internationaux vient d'appeler à une plus grande régulation de la « finance de l'ombre ». La dette privée a pris une telle importance, constate la BRI, qu'il convient de mesurer et de contrôler les risques qu'elle pourrait entraîner sur le système financier, nonobstant le fait que le marché de la dette privée a fait preuve de résilience lors de la crise pandémique.

Le principal reproche qui est fait aux gérants de fonds de dette privé est le conflit d'intérêts. Au fur et à mesure que le marché se développe, il est de plus en plus fréquent de rencontrer des situations où la même société de gestion de private equity investit, au travers de fonds différents, en capital, en mezzanine et en dette privée dans une même entreprise. Comment être certains que les investisseurs de ces trois types de fonds ne fassent l'objet d'arbitrages réalisés par les managers de la société de private equity pour, par exemple, maximiser leur « carried interest » ?

Le marché de la dette privée va devoir enfin s'adapter à une conjoncture qui s'assombrit. Les banques centrales durcissent la politique monétaire, ce qui pourrait donner un nouveau souffle au marché obligataire, ralentir la demande nouvelle des entreprises et rendre plus difficile le remboursement des anciennes dettes dont le coût va augmenter.

### **Vous souhaitez en savoir plus ?**

- ✉ [info@maubourg-patrimoine.fr](mailto:info@maubourg-patrimoine.fr)
- ☎ 01.42.85.80.00