

CONFERENCE ANNUELLE DU MASTER 225

15x l'EBITDA et 300 licornes : la valorisation a-t-elle encore un sens ?

Compte-rendu de la table ronde n°1

« LBO et bulle de financements »

Animée par Agathe Zilber, présidente de [CF News](#), cette table ronde rassemblait cinq professionnels spécialistes du Private Equity : Sylvina Mayer, Managing Director Financial Sponsors Coverage Group au sein de [BNP Paribas](#), Mathieu Antonini, Managing Director chez [Ardian](#), Frans Tieleman, Managing Partner chez [Eurazeo](#), Franck Kelif, Partner chez [Perceva Capital](#), et Christophe Karvélis, Associé fondateur chez [Capzanine](#).

Dans un environnement de taux bas et d'accroissement des liquidités, les multiples de valorisation sont allés croissants et ont retrouvé leur niveau d'avant crise. Dans ce contexte, les interrogations à l'origine de cette table ronde portaient sur l'évaluation du risque de développement d'une bulle de financement qui pourrait être préjudiciable en cas de hausse des taux d'intérêt.

Au rang des éléments attestant de la bonne santé du secteur, les intervenants ont évoqué : « La mémoire » des investisseurs ayant vécu la crise financière, le niveau des rendements très satisfaisant dans le private equity, la perception de plus en plus positive du non-coté par les investisseurs institutionnels et le fait que les dernières entreprises en LBO s'étant trouvées en difficulté ont souffert de la perte de leur business modèle plus que des caractéristiques de leur montage LBO.

Les intervenants se sont accordés sur la notion de « mémoire » des investisseurs qui, du fait de la précédente crise financière, se trouvent prémunis contre les phénomènes de sous-évaluation du risque. En ce sens, Mathieu Antonini considère que les LBO concernent aujourd'hui d'excellents projets pour lesquels les investisseurs regardent « comment les entreprises se sont comportées durant les périodes difficiles ». La sensibilité de ces projets à des instabilités macroéconomiques a donc déjà été éprouvée.

Par ailleurs, les intervenants sont d'avis que les rendements, bien que décroissants (« dry powder » et remontée des taux), restent et resteront très satisfaisants. Ainsi, Mathieu Antonini considère que « la plupart des institutionnels acceptent, aujourd'hui, le principe que les rendements vont baisser ». Il assure qu'en comparaison des autres actifs sur le marché « même des rendements de 12 à 14% nets sont très satisfaisant pour ces institutionnels. »

De surcroît, les intervenants jugent que la perception qu'ont les investisseurs du non-coté s'améliore. En ce sens, Franck Kelif estime que « petit à petit ce marché s'éduque. » et que « Le niveau de risque diminue avec le progrès dans la professionnalisation de ce métier. »

Enfin, certains intervenants notent que les échecs avérés sur certaines décisions d'investissement ne tiennent pas au modèle de LBO mais au projet lui-même. Ainsi, Frans Tieleman a notamment cité les cas Vivarte et Pages Jaunes (Solocal) évoquant des sociétés ayant « perdu leur business model ». Il affirme : « Le problème ne vient pas de la dette. Le problème est dans le projet. », confirmant la position qu'avait tenu Sylvina Mayer avant lui.

En revanche, des désaccords sont apparus concernant le sujet de la dette d'acquisition. En ce sens, M. Antonini répond à Frans Tieleman : « Il y a aussi un problème de dette ! Certains refont les mêmes erreurs sans arrêt. La qualité des actifs se dégradent. Aujourd'hui, des dossiers de qualité plus médiocre sont financés alors que ça n'aurait pas été le cas l'an dernier. Il y a une pression à investir. »

Et Franck Kelif ajoute, nuancant les discours concernant le risque d'hyper-liquidité, que tous les financements ne sont pas égaux aujourd'hui. Il évoque un possible déficit des financements d'investissements de capacité ou de BFR : « *Si vous n'êtes pas dans le cadre de la structuration d'un financement d'opération d'acquisition, bon courage !* » Il évoque une « *migration vers le financement d'acquisition* » qui pourrait nuire aux entreprises en LBO dont les investisseurs perdraient de vue leur rôle d'actionnaire et ne seraient pas suffisamment présent pour financer l'activité au delà de son acquisition.

En conclusion, les intervenants revendiquent une « *industrialisation* » du non-coté en France. Ils jugent que les progrès du secteur et les « *stress tests* » déjà expérimentés lors de la récente crise financière font du private equity un pôle de stabilité et de performance pour les investisseurs. Les intervenants n'écartent pas l'éventualité d'une dégradation de l'environnement macroéconomique qui mettrait en difficulté certains montages. Néanmoins, tous sont confiants sur la capacité du private equity à faire face à une telle situation. Ils jugent qu'en définitive les taux de défaut sont restés et resteront faibles. Ils anticipent une hausse des taux d'intérêt et des « *rerating* » probables, mais ils considèrent que ces « *rerating* » réduiront les rendements des investisseurs sans porter préjudice au secteur ni aux entreprises outre mesure.

Clément Bonnefoy
Etudiant du master 225 – Université Paris Dauphine