

SEPTEMBRE 2023

PRIVATE EQUITY :
ÉTAT DES LIEUX ET
VULNÉRABILITÉS

LAURENT GRILLET-AUBERT

*Cette étude reflète les vues personnelles de son auteur et n'exprime pas nécessairement la position de l'AMF.
Toute copie, diffusion et reproduction de cette étude, en totalité ou partie, sont soumises à l'accord exprès,
préalable et écrit de l'AMF.*

TABLE DES MATIÈRES

Résumé	5
1. La finance privée au cœur du financement de l'économie.....	8
1.1 La forte croissance globale des fonds de finance privée, <i>private equity</i> en tête, se prolonge	8
1.2 Une influence directe sur l'économie réelle, la gestion des entreprises et l'emploi	10
1.3 Une surpondération de certains secteurs et activités.....	11
1.4 D'importantes expositions transfrontière	12
2. Le <i>private equity</i> : un concept imprécis	13
2.1 Un marché fragmenté, une terminologie à préciser	13
2.1.1 Le <i>private equity</i> décline des stratégies-type de façons très diverses.....	13
2.1.1.1 <i>Finance, fonds et marchés privés : des notions développées par les acteurs de marché</i>	13
2.1.1.2 <i>Private equity : caractéristiques communes (forme juridique, fiscalité, frais)</i>	13
2.1.1.3 <i>Historiquement, deux catégories principales : les fonds de LBO et de VC</i>	17
2.1.1.4 <i>Des critères additionnels sont nécessaires pour une définition opérationnelle</i>	19
2.1.2 De fortes spécificités nationales et des structures offshore.....	20
2.2 Une industrie souvent mal connue, en phase de croissance et d'évolution rapide.....	23
2.2.1 Les informations disponibles concernant surtout des sociétés de gestion cotées.....	23
2.2.2 Transformations : expansion, concentration, innovation et complexification	26
2.2.2.1 <i>Émergence des fonds Growth : un continuum entre VC et LBO</i>	26
2.2.2.2 <i>Développement d'activités connexes (crédit, immobilier, infrastructures, SPAC)</i>	26
2.2.2.3 <i>Complexification des opérations</i>	30
2.2.2.4 <i>Une intégration "verticale" croissante, notamment avec le secteur de l'assurance</i>	31
2.3 Un cadre réglementaire en évolution.....	32
2.3.1 AIFMD : le cadre européen pour les acteurs du <i>private equity</i>	32
2.3.2 Commercialisation transfrontière et localisation des activités.....	35
2.3.3 Certaines activités proches du <i>private equity</i> sont exemptées du régime d'AIFMD	35
2.3.4 ELTIF 2 : un régime favorable au <i>private equity</i>	36
2.3.5 L'évolution du cadre réglementaire aux États-Unis.....	37
3. Des risques pour les investisseurs et pour les marchés.....	38
3.1 Préambule : identification des investisseurs	38
3.1.1 Des investisseurs avant tout institutionnels	38
3.1.2 Une promotion croissante auprès des investisseurs de détail	40
3.2 Les méthodes de valorisation conditionnent la mesure des performances	44
3.2.1 Des valorisations sensibles à de multiples hypothèses et sujettes à interprétation	45
3.2.2 Des indicateurs de performance sensibles aux hypothèses et sujets à interprétation ...	46
3.2.3 Des impacts du <i>bridge financing</i> sur la performance des fonds.....	48
3.3 Conflits d'intérêt et intégrité de marché.....	48
3.3.1 Conflits d'intérêt	48
3.3.2 Manipulation, fraude, abus de marché.....	50
3.4 Des risques de liquidité, malgré la structure en général fermée des fonds.....	51
3.5 Des risques liés à l'endettement (effet de levier).....	52
3.5.1 Nature et mesure des différentes sources d'effet de levier	52
3.5.2 Traitement du levier dans le <i>reporting</i> AIFMD et Form PF américain	56
3.5.3 Des risques potentiels pour la stabilité financière.....	57
3.6 Une forte cyclicité de l'activité du <i>private equity</i> , liée notamment aux effets de levier	59
3.6.1 Une cyclicité prononcée des valorisations et des performances.....	59
3.6.2 Des fluctuations notamment dues au timing des investissements et aux effets de levier.....	60

4. Impacts du <i>private equity</i> et externalités	62
4.1 Effets du <i>private equity</i> sur la gestion des entreprises : création de valeur ?.....	62
4.1.1 Sources de performance du <i>private equity</i>	63
4.1.2 La surperformance du <i>private equity</i> et son origine restent à confirmer et préciser	67
4.2 Financement privé vs. boursier : une remise en cause de la structure de marché.....	70
4.2.1 Le financement par actions cotées diminue au profit des actions non cotées.....	70
4.2.2 Un phénomène attribuable avant tout aux évolutions réglementaires et fiscales	71
4.2.2.1 De nouveaux besoins de financement des sociétés jeunes et innovantes	71
4.2.2.2 Une dérégulation des marchés de titres	72
4.2.2.3 Une préférence pour le financement par la dette.....	73
4.3 De multiples externalités à l'œuvre, liées surtout au défaut de transparence du marché....	73
4.3.1 Des effets sur l'égalité de traitement des investisseurs, voire l'intégrité de marché.....	73
4.3.2 Des effets sur le <i>reporting</i> et la transparence de marché à plusieurs niveaux.....	74
4.3.2.1 Aux niveaux microéconomique et macroéconomique	74
4.3.2.2 Pour les fins du régulateur de marché	76
4.4 Point de vue synthétique et questionnements	77
4.4.1 Le développement du <i>private equity</i> structure l'ensemble des marchés de capitaux	77
4.4.2 Questionnements pour le régulateur de marché	78
Conclusions - Recommandations	80
Références.....	83
Annexe 1 - Fonds de <i>private equity</i> de droit français	89
Annexe 2 - Exemples de Conflits d'intérêt potentiels du <i>private equity</i>.....	90

RÉSUMÉ

Le *private equity* devient un acteur majeur du financement de l'économie par les fonds d'investissement. Au niveau mondial, ses encours sous gestion ont (selon le fournisseur de données Preqin) plus que doublé en 6 ans – de 2,8 trillions (milliers de milliards, trn) de dollars en 2017 à 7,6 trn en 2022, alors qu'ils n'excédaient guère 1 trn après la crise de 2008. Au-delà d'acquisitions médiatisées, affichant des succès (Hilton Hotels) ou suivies de faillites (Toys R'Us), le *private equity* joue un rôle croissant dans le système financier, concomitant à la hausse du financement des sociétés par actions non cotées. Il est aussi vecteur d'importants investissements transfrontières – en particulier américains en Europe. Une partie de la littérature académique met en avant les effets bénéfiques de son développement : une meilleure gestion des sociétés, une expertise spécifique et la satisfaction de besoins de financement, insatisfaits par ailleurs (e.g. par les banques), d'innovation, de croissance. Les rendements affichés par les fonds sont supérieurs à ceux en bourse (e.g. 15,4 % par an de 2015 à 2021 selon Preqin). De multiples travaux expliquent le choix de ce type de financement par les entreprises. Certains mettent en avant les bénéfices du recours au *private equity*, de la croissance de long terme des entreprises cibles. D'autres travaux mettent en avant au contraire des coûts sociaux ou des externalités négatives.

En particulier, le développement du *private equity* est de nature à renouveler certaines interrogations sur les risques relevant de la compétence du régulateur de marché. Le contexte macroéconomique (inflation, hausse des taux, récessions) accentue ces interrogations : les gérants de portefeuille, disposant de masses de capitaux à investir (*dry powder*) peuvent jouer un rôle contracyclique, mais le *private equity* peut aussi alimenter l'endettement des entreprises, en particulier de certaines particulièrement exposées à cet égard. Certaines sociétés, et la performance de certains fonds, ont été ponctuellement impactés par les évolutions récentes¹, mais les vulnérabilités aux échéances de refinancement de la dette restent pour l'essentiel à apprécier. Au niveau des fonds, les effets de liquidité et de levier et l'adéquation de la transparence alimentent certaines interrogations sur les risques pour l'investisseur. Au niveau macroéconomique, le choix par les entreprises de cette source de financement induit par construction une transparence plus limitée et des exigences réglementaires, notamment en matière de gouvernance, parfois moins prescriptives. Cela interroge sur la bonne allocation du capital et sur les implications pour la gouvernance des entreprises.

Ce qui suit précise les termes de l'analyse et resitue les enjeux réglementaires.

La montée en puissance du *private equity* en fait un acteur majeur et structurant du système financier

Ayant crû spectaculairement durant la décennie écoulée, le *private equity* constitue en 2022 la majorité (7,6 trn de dollars d'encours) de la gestion de fonds privés (11,7 trn), un ensemble de fonds d'actifs non-cotés plus large, qualifié de finance privée, incluant aussi des fonds de dette et d'infrastructure. En Europe l'encours des fonds de *private equity* est de 1,2 trn de dollars. Ces chiffres ne couvrent pas l'importante détention directe de sociétés non-cotées européennes par des fonds de *private equity* nord-américains.

Les stratégies de *private equity* visent avant tout le financement, d'une part, de *startups* et PME-ETI (*Venture Capital*, VC) et, de l'autre, d'entreprises plus matures dotées de perspectives de restructuration et/ou d'acquisition, et de croissance (*Leveraged BuyOut*, LBO). Un segment intermédiaire de capital-développement (*Growth*), qui gagne en importance, vise des entreprises plus matures que le VC mais a les mêmes caractéristiques financières. Ces stratégies tendent à privilégier l'investissement en actifs immatériels et dans les secteurs innovants, mais touchent aussi (surtout le LBO) des secteurs traditionnels de l'économie. Le VC compte un grand nombre de fonds de petite taille, là où le LBO concentre, dans un nombre plus limité de gros fonds, la majorité des encours financés (69,8 % en Europe ; la proportion serait à préciser en France). Le *private equity* couvre cependant un spectre de sociétés de plus en plus large et représentatif. Les plus gros acteurs mondiaux du secteur étendent leur offre de financement aussi à des produits de dette. Certains – aux États-Unis et en Europe hors de France - acquièrent des sociétés d'assurance ce qui leur permet de distribuer leurs fonds et/ou de financer leurs opérations.

¹ Par exemple : les difficultés de (re)financement de gros LBO américains comme celui de Citrix en septembre 2022 ou de Finastra en août 2023 ont illustré les tensions susceptibles d'être observées.

Exerçant une influence directe sur la gouvernance des entreprises cibles, en prenant des participations significatives voire contrôlantes, le *private equity* interconnecte étroitement les sphères financière et de l'économie réelle. L'hypothèse d'une surperformance par rapport aux marchés boursiers après prise en compte des frais de gestion n'est pas sans soulever des questions de méthode : l'examen des multiples indicateurs pertinents mérite notamment un approfondissement considérant les différents segments de marché et types d'investisseurs. Les sources de performance – levier, investissement physique, croissance organique, opérations financières (restructurations, croissance externe), etc. – sont par ailleurs hétérogènes. Ces questions invitent notamment à distinguer le LBO, aux pratiques plus internationalisées et plus liées à l'endettement, du VC et Growth, plus ancrés localement. Une partie de la littérature souligne la capacité spécifique de ce dernier à accompagner la croissance et l'innovation des sociétés, laquelle justifierait par ailleurs une forme de soutien public, notamment en France.

Une revue des risques potentiels à réévaluer dans le nouveau contexte de marché

Eu égard à l'illiquidité des actifs non cotés, à la longueur des horizons de placement, à la personnalisation des véhicules (montages juridiques et fiscaux), l'essor du *private equity*, majoritairement réservé aux investisseurs avertis, est lié à celui des gestions institutionnelles. Il tend toutefois de plus en plus à être aussi promu auprès d'investisseurs particuliers fortunés et du grand public – avec de possibles implications pour la protection d'investisseurs qui doivent juger des valorisations, performances et risques de leurs investissements dans les fonds.

Les éléments de littérature disponibles, notamment sur les États-Unis, révèlent une cyclicité de l'industrie sur longue période, liée en particulier au *timing* des investissements et au levier d'endettement. Ce dernier est associé avant tout au LBO qui, par nature, endette les entreprises cibles. Cet endettement, un segment des plus risqués des marchés de dette, a tiré parti ces dernières années des taux d'intérêt bas, les cibles se finançant ainsi par des obligations à haut rendement et prêts "à effet de levier", le cas échéant titrisés (CLO) et de plus en plus (re)financés par des fonds de dette privée. Des risques pourraient se matérialiser aujourd'hui pour les sociétés cibles, voire pour la stabilité financière, par exemple si une baisse des revenus due à la contraction de l'activité économique (coûts de l'énergie, pression sur les marges, baisse de la demande) se conjugait à une hausse des coûts (taux d'intérêt) et des difficultés de (re)financement de la dette risquée émise. Ceci d'autant plus, que cette dette est souvent souscrite, dans ces montages, par des fonds de dette dont les pratiques d'origination sont plus agressives que celles des banques et qui peuvent être eux-mêmes mis en difficulté par une hausse des taux.

D'autres stratégies relevant plutôt du capital-risque ou du capital-développement n'induisent pas nécessairement de recours à l'endettement des cibles à grande échelle. Elles peuvent toutefois également être cycliques et la fiabilité des valorisations pourrait poser question.

Les fonds de *private equity* pourraient aussi être exposés à des contraintes de liquidité plus fortes qu'auparavant. Certes, ils sont en général fermés et d'horizon long (e.g. 10 ans), et ont globalement levé beaucoup de capitaux non encore investis (*dry powder*), mais la demande de liquidité des porteurs s'accroît, surtout avec l'offre aux particuliers, ainsi que les difficultés à liquider les investissements. La capacité des cibles à refinancer leurs dettes, ainsi que celle des fonds à les recapitaliser en cas de choc, restent à préciser. Un "*reverse stress test*", permettrait idéalement de juger de ces effets conjugués, ainsi que du seuil et de l'horizon auxquels les besoins de refinancement deviendraient insoutenables pour les sociétés cibles et les fonds les détenant ("mur de la dette"). L'information disponible ne permet pas de l'envisager.

Les gérants de *private equity* sont exposés à de multiples conflits d'intérêt potentiels, identifiés de longue date. Leur gestion fait l'objet de dispositions réglementaires et d'une supervision par les autorités compétentes. Le développement d'activités multiples, concurrentes ou complémentaires, par l'industrie de la finance privée, (en particulier la gestion concomitant de fonds de *private equity* et de fonds de dette), peuvent toutefois poser parfois question. Les différentes juridictions sont à cet égard hétérogènes, l'Europe s'étant doté d'un cadre prescriptif.

Enfin, le développement du *private equity* a des effets directs et indirects sur les marchés boursiers. Son développement est concomitant à une attrition continue de la cote, les entreprises cibles pouvant être aussi de grande taille. Les exigences de publication d'information des sociétés qu'il finance étant moindres, il réduit leurs coûts. Ceci induit cependant d'importantes externalités informationnelles, en l'occurrence réduit l'information du

marché et la capacité à l'agréger, ce qui influe sur l'allocation du capital et peut limiter la concurrence, le suivi et la supervision transversaux du marché. Ces externalités sont complexes à mesurer, mais il importe pour les autorités de marché de les considérer.

Implications pour le régulateur de marché ?

La directive AIFM applicable en Europe au *private equity* présente l'intérêt et les limites d'un périmètre large, couvrant tout type de fonds – certains très strictement régulés, d'autres ne faisant l'objet que d'une notification au régulateur. Une faible prise en compte des spécificités du *private equity* par AIFMD est notée. La classification des stratégies ne reconnaît, par exemple, pas le LBO. Surtout, les mesures du levier sont perçues ici comme peu pertinentes. En sont exclus les SPV/*holdings* mis en place par les fonds pour investir. L'ensemble de la structure d'investissement du fonds n'est donc pas considéré. Par ailleurs, le levier des sociétés cibles (qui refinance celui des fonds) n'est pas mesuré, ce qu'il est aux États-Unis. Les exigences récemment introduites de *reporting* et de transparence aux États-Unis, où le *private equity* est le plus développé, peuvent, sur certains points, donner matière à réflexion, les initiatives américaines intervenant dans un contexte réglementaire le cas échéant moins prescriptif par ailleurs. La révision d'AIFMD qui s'achève, n'ayant pas totalement intégré ces préoccupations, l'opportunité de dispositions additionnelles pourrait être considérée.

En tout état de cause, une faible capacité à effectuer, au niveau agrégé, un suivi du marché pour les fins du régulateur, est avérée. Les données commerciales (*data vendors*, agences de notation) et des associations professionnelles utiles à cet exercice sont dans l'ensemble fragmentaires, peu comparables, et parfois méthodologiquement peu documentées. Il s'agirait ici d'abord de comparer le champ (types d'entités légales et véhicules couverts) des sources de données, celles des autorités de marché comprises, pour des indicateurs de base tels que les encours sous gestion, les indicateurs d'activité (flux), les conditions des opérations de marché (e.g. valeurs d'acquisition, performance agrégée des fonds, structure et conditions de financement des fonds et des cibles), et d'autres indicateurs d'activité et de risque spécifiques (*dry powder*, ratios de levier, etc.).

Ces questionnements visent en premier lieu à nourrir le débat entre autorités compétentes. Les aborder invite cependant avant tout à un dialogue avec les parties prenantes et à un prolongement des travaux d'analyse pertinents, ce qui est également l'objet de cette publication.

*

* *

In fine, le *private equity* est désormais un canal important de financement de l'économie. Il a des effets structurants sur l'ensemble du système financier. Ses apports spécifiques sont visibles d'abord pour les petites entreprises en croissance, l'observation générale d'une surperformance et ses sources de création de valeur restant toutefois à préciser. Son développement s'accompagne aussi de risques relevant de la compétence des régulateurs financiers, dont la matérialité reste à (ré)évaluer : des risques pour la protection des investisseurs, récemment aussi du fait de son extension aux investisseurs de détail ; des risques pour la stabilité financière, l'endettement qu'il engendre pouvant créer des vulnérabilités. Au-delà, il a des effets multiples sur l'intermédiation financière, les marchés boursiers et l'organisation des marchés, notamment par le développement des financements non cotés qu'il accompagne, et pose des questions sur la structure de marché optimale/désirée.

Du point de vue des autorités de marché, ces observations sont de nature à motiver – au niveau international, compte tenu des possibilités d'arbitrage réglementaire – un réexamen de points spécifiques du cadre applicable, en particulier pour mieux tenir compte des spécificités du *private equity* et des données utiles. Il s'agirait d'abord de mieux identifier les fonds et leurs caractéristiques, ceux-ci étant souvent seulement déclarés (ni agréés, ni supervisés) et leurs encours parfois mal connus. Il s'agirait ensuite de mieux apprécier les risques. Une meilleure mesure du levier serait utile. Un meilleur suivi des activités par les autorités de supervision est plus généralement indiqué. Il serait susceptible, en première approche, de bénéficier d'un dialogue constructif avec l'industrie.

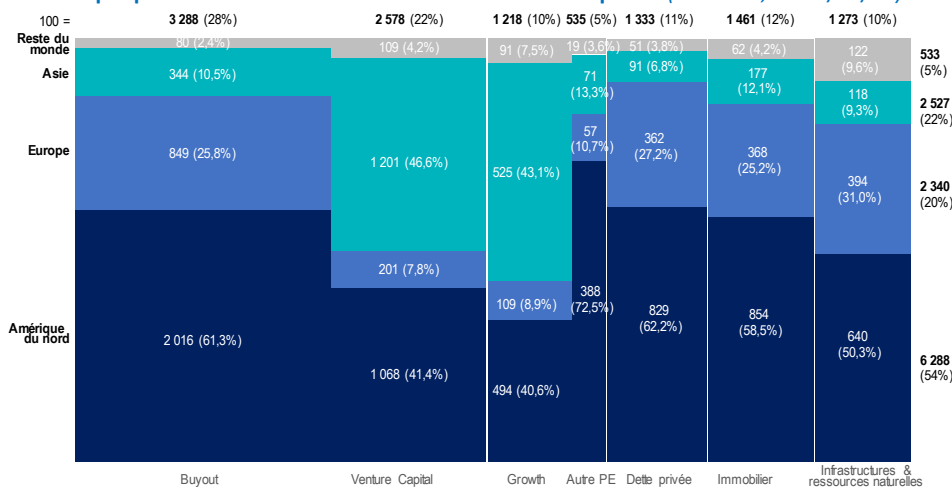
1. LA FINANCE PRIVÉE AU CŒUR DU FINANCEMENT DE L'ÉCONOMIE

Le *private equity*, ou capital investissement, se situe au sein d'un ensemble plus large de fonds d'investissements dits de finance privée visant à fournir des financements par acquisition de participations et titres non cotés en bourse. L'objet de ce qui suit est de décrire la structure (caractéristiques de l'offre et de la demande, incitations des parties prenantes, etc.) de ce canal de financement et d'évaluer son importance (taille, etc.), pour en mieux identifier le fonctionnement et les risques. Dans un contexte d'information très limitée, cette investigation s'appuie notamment sur des sources d'information et sur les travaux de recherche pertinents publiquement disponibles.

1.1 La forte croissance globale des fonds de finance privée, *private equity* en tête, se prolonge

La croissance globale des fonds de finance privée – un concept regroupant les fonds d'actifs non cotés, de *private equity* mais aussi de dettes non cotées, immobiliers, d'infrastructures– s'est prolongée en 2022 pour atteindre de nouveaux sommets. Les effets de la pandémie s'estompant, la collecte des fonds de finance privée², qui avait crû de 20,5 % entre 2020 et 2021 (au niveau record de 1 486 milliards de dollars), est restée, quoiqu'en retrait de 10,4 % par rapport 2021, élevée en 2022, à 1 332 milliards de dollars. Les encours³ sous gestion mondiaux ont ainsi crû de +10,3 % en 2022 à un nouveau pic historique de 12,8 trn de dollars, contre 11,6 trn en 2021 et 9,6 en 2020. Ceci se rapporte à une baisse d'encours pour l'ensemble de la gestion collective⁴.

Graphique 1 : Encours mondiaux des fonds de finance privée (mds USD, au 30/06/22)



Source : MKinsey, Preqin.

Au sein de la finance privée, les encours de *private equity*⁵ (notamment les fonds de *venture capital* (VC), de *Leveraged BuyOut* (LBO) et *growth*- ont crû plus fortement encore que le reste de la finance privée (de 28,5 % par an en moyenne depuis 2019) à 7 616 milliards de dollars à mi-2022⁶. Ils représentent donc 65,2 % de la finance privée contre 59,5 % en 2019, Tableau 1). Bien que les encours des fonds de *Leveraged BuyOut* (LBO) aient crû continûment, en moyenne de 19,3 % par an depuis 2019, leur part dans ceux du *private equity* s'érode, en l'occurrence de 53,6 % en 2019 à 43,2 % en 2022, surtout au profit du capital risque (VC) (33,8 % en 2022 vs. 25,6 % en 2019). En Europe, le LBO, reste néanmoins prépondérant (Graphique 3), avec un poids dans les encours de *private equity* de 69,8 %, là où il ne pèse plus que 50,8 % aux États-Unis (vs. encore 65,0 % en 2019).

² Source : Bain (2023) à partir de données du fournisseur de données Preqin.

³ Source : estimation de McKinsey à juin 2022, à partir de données de Preqin.

⁴ I.e. -12,5 % pour les fonds mutuels de à 68,4 à 59,9 trn entre mi-2021 et mi 2022 selon l'EFAMA/IIFA. McKinsey situe les encours mondiaux des fonds de finance privée (Graphique 1) à 11,7 trn, soit 1,1 trn de moins que Bain (également sur la base de données de Preqin). Selon la SEC (Form ADV, sep. 2022), l'encours des fonds de finance privée aux États-Unis (21 trn), s'approche de l'actif des banques commerciales (23 trn). L'imprécision du concept de finance privée est discutée au 2., les questions sur les données au 4.

⁵ Source : McKinsey/Preqin.

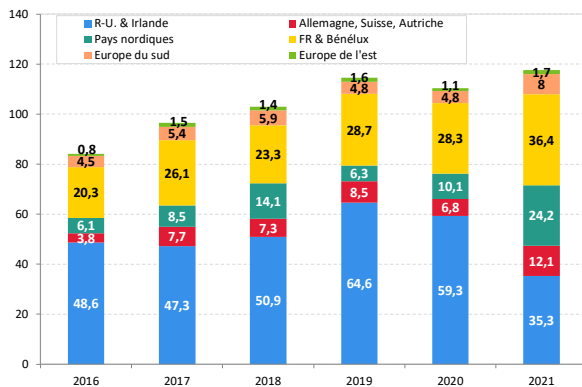
⁶ Notons que ces encours sont donc désormais très significativement supérieurs à ceux des *hedge funds* (4 872 milliards de dollars selon BarclayHedge à mi-2022), là où ils étaient encore du même ordre (2 829 milliards pour le *private equity*, 2 906 pour les *hedge funds*) en 2017.

Tableau 1 : Poids relatif des différents types de fonds au sein de la finance privée
(sur la base des encours en dollars)

Poids (en %)...	2019	2020	2021	2022
...du <i>private equity</i> dans la finance privée (global)	59,5	61,2	63,9	65,2
...du LBO dans le <i>private equity</i> (global)	53,7	50,6	47,6	43,2
- en Europe	75,3	74,8	73,4	69,8
- aux Etats-Unis	65,0	59,8	55,5	50,8
...du Venture Capital dans le <i>private equity</i> (global)	25,6	27,6	29,1	33,8
...des fonds de dette dans la finance privée (global)	21,1	19,6	18,9	17,5

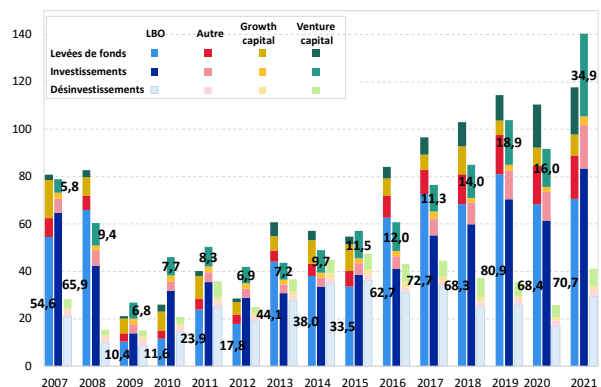
Source : Prequin, McKinsey, calculs AMF.

Graphique 2 : Levées de capital des fonds de *private equity* par zone géographique en Europe (mds EUR)



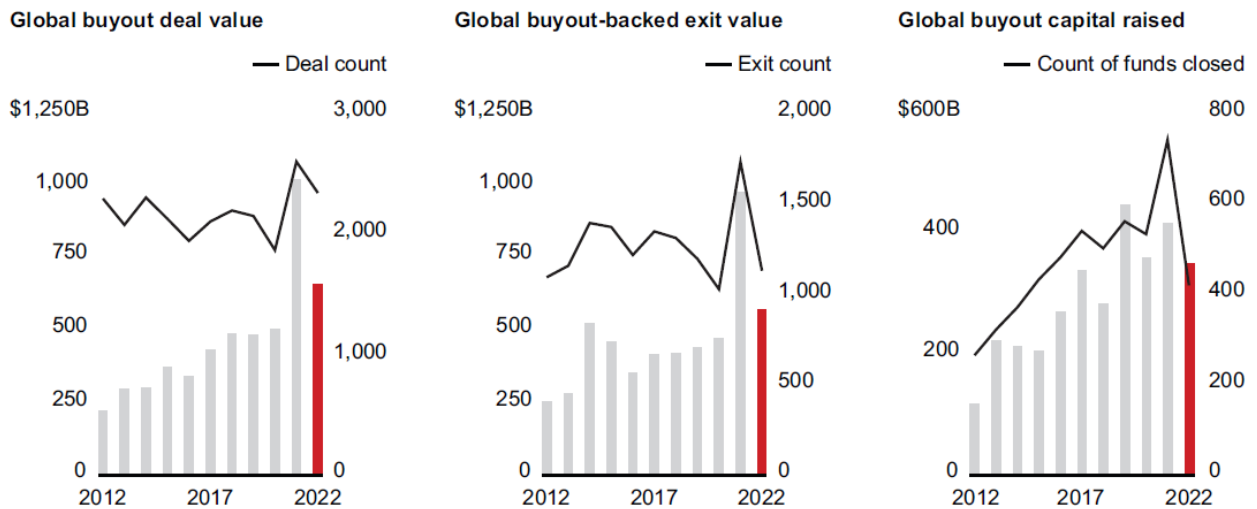
Source : Invest Europe, AMF.

Graphique 3 : Levées de fonds et désinvestissement des fonds de *private equity* européens (mds d'euros)



Source : Invest Europe, AMF.

Graphique 4 : Investissements, sorties en capital et levées de fonds du LBO (mds USD)



Source : Dealogic, Prequin, Bain (2023). Notes : Investissements : exclut les levées de fonds additionnelles (add-ons), exclut les prêts-rachats et acquisitions d'actifs en faillite ; basé sur la date d'annonce ; inclut les transactions en cours dont les données peuvent être révisées ; Cessions— totales et partielles, à l'exclusion des faillites ; IPO : montant de l'offre, pas la valeur de l'entreprise ; Levées de fonds regroupées par année de clôture des fonds ; décompte de tous les fonds, y compris ceux pour lesquels les données définitives sont indisponibles ; les LBO incluent les fonds de LBO, mixtes, de co-investissement et de co-investissement multigérés ; fonds SoftBank Vision exclu.

Mesurée en dollars, la persistance de l'activité du *private equity* mondial (+21,1 % de croissance annuelle des encours en 2022) apparaît moindre en Europe (+10,7 %) qu'aux États-Unis (+23,0 %) surtout du fait de la baisse du cours de l'euro⁷. De fait, en Europe (Graphique 7 et suivants), les données d'Invest Europe indiquent un fléchissement moins marqué de l'activité en 2022. Certes, une baisse significative des désinvestissements est enregistrée (de -27,2 % à 33 milliards), les situant à des niveaux proches de ceux de 2020 pendant la crise de la Covid ; mais le fléchissement de 11,3 % des investissements laisse, après une hausse de 59,7 % en 2021, les montants investis à un niveau élevé (129,8 milliards d'euros). Surtout, les levées de capital des fonds sont restées très dynamiques : en hausse de 30,2 % par rapport à 2021, elles ont atteint un sommet historique de 170,3 milliards d'euros, tirées avant tout par le LBO (110,9 milliards de levées contre 77,0 en 2021)⁸ et par le Royaume-Uni et les pays nordiques (Graphique 10).

Ces évolutions appellent plusieurs observations :

- La dynamique des encours semble provenir d'abord d'effets de valorisation, les variations d'encours observées ne s'expliquant par seulement par les collectes pourtant significatives.
- Au niveau global, la hausse des investissements s'est prolongée jusqu'à mi-2022, suivie d'une forte correction à la baisse au second semestre. Bain montre que cette correction a aussi eu lieu en Europe. En France, selon France Invest, la correction a plus concerné le niveau des levées de fonds que les investissements réalisés.
- La conjugaison de la progression des levées de capitaux et de la baisse des investissements soutient l'hypothèse d'une hausse des capitaux levés restant à investir (*dry powder*) en Europe en 2022.
- Parmi les investissements des fonds de *private equity* européen en 2022, 7,7 milliards ont été investis dans le reste du monde, soit 6,1 % du total. 30,6 % du total était investi à travers les frontières nationales de l'Europe, la vaste majorité (63,3 %) consistant en investissements domestiques.

1.2 Une influence directe sur l'économie réelle, la gestion des entreprises et l'emploi

Une caractéristique du *private equity* réside dans son impact direct sur la gestion des entreprises dans lesquelles il investit, en général pour les contrôler⁹, au contraire de gestions de fonds très diversifiées dont l'intervention dans la gouvernance des entreprises est plus limitée (e.g. au vote en assemblée générale). Il a donc des effets directs sur la gestion financière des entreprises concernées (e.g. leur endettement), mais aussi sur leur stratégie et leur gestion opérationnelle et l'emploi. Les associations professionnelles soulignent ainsi le nombre d'employés des entreprises qu'il finance. Aux États-Unis, selon l'AIC¹⁰ 32 041 sociétés financées par le *private equity* emploient 11,7 millions de personnes. En Europe, selon Invest Europe, en 2020, 9,9 millions de salariés (4,3 % de la population active) provenaient des 24 663 entreprises financées par le *private equity*, dont 17 781 PME employant 855 000 personnes¹¹. Toujours selon cette source, France et Bénélux représentaient 3,6 de ces 9,9 millions d'emplois, et l'Île-de-France à elle seule 1,2 millions. Ces emplois se trouvent notamment dans des secteurs innovants comme les biotechnologies, les Technologies de l'Information et de la Communication (TIC) et la finance, des secteurs surpondérés par le *private equity* (Tableau 2, Tableau 3). Si la majorité des entreprises concernées sont financées par des fonds de VC, l'emploi est largement concentré dans des firmes plus matures et de plus grande taille contrôlées par des fonds de LBO (Tableau 3).

⁷ Entre mi-2021 et mi-2021, la hausse des encours en Europe en dollars est surestimée de 5,6 % du fait de la hausse du cours EUR/USD.

⁸ La progression antérieure était surtout attribuable aux levées des fonds de VC, Growth et Autres.

⁹ Les fonds de capital-risque et de capital-développement prennent souvent des participations minoritaires mais significatives, le cas échéant en parallèle d'autres fonds, qui leur permettent d'exercer une influence sur la stratégie de l'entreprise cible.

¹⁰ Source : [site](#) de l'American Investment Council au 21/10/22. Le nombre de sociétés concerne les sociétés détenues depuis 2017.

¹¹ En France, [une étude de France Invest \(2022a\) sur la création d'emplois](#) par les firmes contrôlées par le *private equity* souligne que l'impact sur l'emploi s'étend notamment à l'industrie et au B2C (production, distribution, services).

Tableau 2 : Emploi des firmes sponsorisées par le *private equity* en Europe par secteur économique

	Nombre de firmes sponsorisées	Nombre d'employés (2020)	Var. annuelle (2020/2019)
Produits et services aux entreprises	4 338	2 930 167	4 272
Biens & Services de consommation	4 747	2 636 222	4 126
Technologies de l'information et de	8 309	1 313 427	35 126
Biotechnologies & Santé	3220	1 279 903	41 309
Construction	562	449 303	263
Transports	481	277 196	4 014
Energie & Environment	1070	267 249	3 867
Finance & Assurances	844	267 095	11 204
Agriculture	261	216 909	398
Produits chimiques & matériaux	430	170 041	-218
Immobilier	247	97 597	-
Autre	154	12 378	-
Total	24663	9 917 487	103 566

Source : Invest Europe, AMF.

Tableau 3 : Emploi des firmes sponsorisées par le *private equity* en Europe par type de sponsor

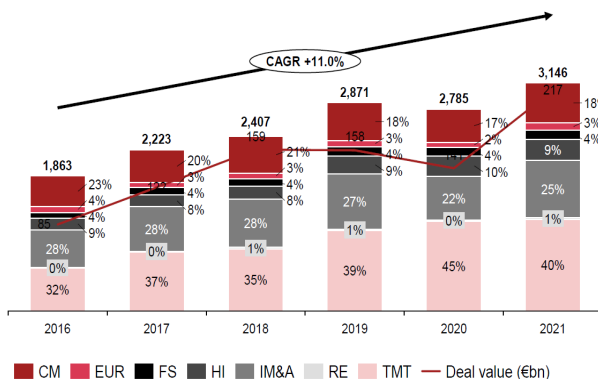
	Nombre de firmes sponsorisées	Nombre d'employés (2020)	Variation annuelle (2020/2019)
Leveraged Buyout	5 041	6 184 810	38 339
Growth	6 354	2 702 234	25 026
Venture Capital	12 754	556 439	31 103
Autre	514	474 004	9 098
Total	24 663	9 917 487	103 566

Source : Invest Europe, AMF.

1.3 Une surpondération de certains secteurs et activités

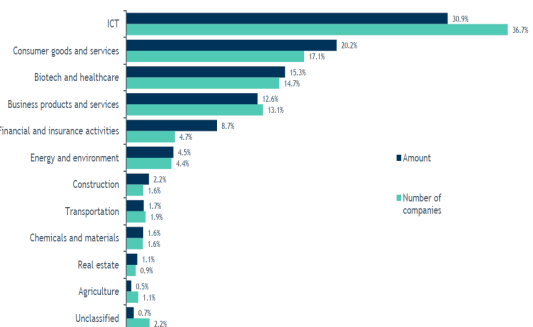
L'exposition aux secteurs des technologies de l'information, de la santé et des infrastructures est croissante¹². Le *private equity* européen révèle ici un fort biais sectoriel, qui traduit notamment leur vocation particulière à financer les secteurs innovants (cf. 2.1). En Europe, les secteurs ICT, Consumer Goods & Services, et Biotech & Healthcare représentaient 66,8 % des investissements de l'ensemble du *private equity* en 2021 (Graphique 5, Graphique 6). Logiquement, ce biais est plus prononcé pour le VC (80,0 %), qui vise les entreprises jeunes et en croissance. Il l'est un peu moins pour les fonds Growth (70,0 %) et pour le LBO (60,5 %). Par ailleurs, l'accroissement des allocations institutionnelles à la finance privée tend à favoriser le financement d'infrastructures. Peu exposé aux secteurs adversément frappés (e.g. transports, tourisme), et plus, au contraire, aux secteurs porteurs dans ce contexte (e.g. Healthcare, ICT) ces expositions ont favorisé la résilience du *private equity* à la crise de la Covid-19¹³.

Graphique 5 : Répartition des montants des LBO européens par secteur d'activité en 2018 et 2019



Source : PwC (2022). Note : CM: Consumer Markets; EUR: Energy, Utilities & Resources; FS: Financial Services & Insurance; HI: Health Industries; IM&A: Industrial Manufacturing & Automotive; RE: Real Estate; TMT: Telecommunications & Media; Transportation.

Graphique 6 : Investissements des fonds de *private equity* européens en 2019 (nombre et milliards d'euros)

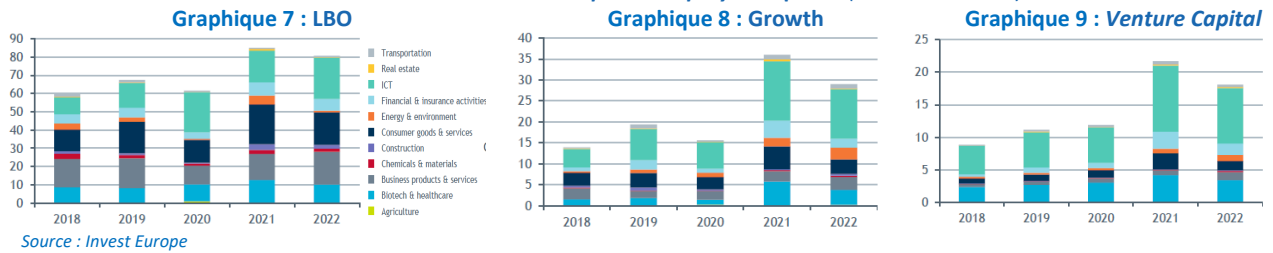


Source : Invest Europe.

¹² Selon l'enquête du 2022 *Global Institutional Investor Outlook* de Natixis IM menée en octobre-novembre 2021, les secteurs des marchés privés les plus attractifs en 2022 sont avant tout ceux des technologies de l'information (45 %), de la santé (41 %) et des infrastructures (40 %).

¹³ Gompers P., S. Kaplan, V. Mukharlyamov (2021) souligne la résilience des sociétés cibles du *private equity* durant la crise de la Covid.

Investissements des fonds de *private equity* européens (milliards d'euros)



1.4 D'importantes expositions transfrontière

Le *private equity* donne lieu à d'importants investissements internationaux, notamment des États-Unis vers l'Europe, en l'occurrence 3,6 trillions de dollars d'investissements dans des sociétés non cotées européennes soit 24,1 % des investissements des fonds de *private equity* déclarants à la SEC aux États-Unis (Tableau 4). Avec les précautions méthodologiques qui s'imposent¹⁴, cette détention d'actifs européens par les fonds de *private equity* américains pourrait représenter autant voire plus que celle des fonds européens eux-mêmes (l'encours des fonds de *private equity* européen étant de 1,1 trn selon McKinsey/Prequin en 2021). S'y ajoute par ailleurs qu'une part non négligeable de l'investissement dans les fonds de *private equity* européens pourrait provenir d'acteurs américains, comme tend à l'indiquer la distribution de leurs levées de capitaux par pays d'origine (Graphique 10 et Graphique 11)¹⁵.

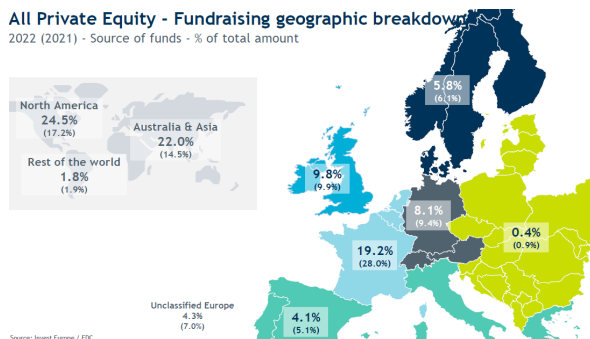
À en juger par les flux d'investissement (Invest Europe), les investissements des fonds européens hors d'Europe sont beaucoup plus faibles. Ces flux vers des pays hors d'Europe représentaient 6,1 % des investissements (7,7 mds d'euros) en 2022.

Tableau 4 : Valeur brute agrégée des investissements de *private equity* par région (mds USD, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2021 (%)
Amérique du nord	4 506	4 132	3 942	3 961	4 211	5 163	6 633	9 556	64,5
Europe (EEA)	1 259	941	848	963	1 256	1 547	2 155	3 574	24,1
Asie	462	447	406	379	435	561	1 028	881	5,9
Autre Europe	9	21	22	40	46	69	158	409	2,8
Amérique du sud	85	58	111	184	140	149	141	171	1,2
Moyen Orient	12	9	15	23	16	18	44	124	0,8
Supranational	67	23	37	49	55	60	78	82	0,6
Afrique	12	12	18	14	10	15	9	12	0,1
Total	6 412	5 643	5 399	5 613	6 169	7 582	10 246	14 809	100,0

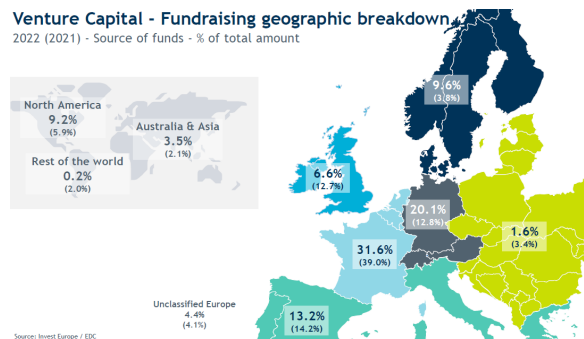
Source : SEC Form PF du 03/01/23, Questions 70 et 78.

Graphique 10 : Fonds levés par le *private equity* en Europe par origine géographique (mds EUR)



Source : Invest Europe.

Graphique 11 : Fonds levés par le *venture capital* en Europe par origine géographique (mds EUR)



¹⁴ Ces investissements correspondent à la valeur des sociétés cibles (en général contrôlées par les fonds) et à un encours brut des fonds déclarants de 5,9 trn (parmi les 6,4 trn d'encours de fonds identifiés). L'encours net de ces fonds de 5,7 trn traduit un faible endettement au niveau des fonds (cf. discussion au 3.3 des limites de cet indicateur qui ne tient pas compte de l'endettement des holdings ou SP, via lesquelles les fonds investissent). Europe Invest identifie 8,9 mds d'euros de flux d'investissement des États-Unis vers l'Europe en 2021.

¹⁵ Par exemple, selon Europe Invest, 30,7 % des levées de LBO en Europe en 2022 provenaient d'investisseurs nord-américains.

2. LE PRIVATE EQUITY : UN CONCEPT IMPRÉCIS

2.1 Un marché fragmenté, une terminologie à préciser

2.1.1 Le *private equity* décline des stratégies-type de façons très diverses

2.1.1.1 Finance, fonds et marchés privés : des notions développées par les acteurs de marché

Finance ou marchés privés¹⁶ sont des concepts instaurés pour leurs propres fins par certains intervenants de marché, notamment des consultants et analystes (e.g. McKinsey & Co, eVestment, Cambridge Associates, etc.), des fournisseurs de données (Preqin, Dealogic, Pitchbook, etc.), des agences de notation (Standard & Poor's, etc.), et divers organes d'analyse et de recherche en finance¹⁷. Largement repris par la presse financière¹⁸, ces concepts sont en effet utiles aux praticiens de marché, par exemple pour structurer leur offre de données, de *benchmarking*, d'analyses. Dans ce contexte, la finance privée (*private finance*) désigne de façon générale des fonds :

- de *private equity* et de *private debt*¹⁹ et d'autres actifs peu liquides : actions ou titres de dette non cotés, immobilier, infrastructures. Ils se distinguent sur ce point d'autres gestions alternatives (e.g. des *hedge funds*) ciblant des actifs plus liquides pour des détentions plus courtes ;
- initialement destinés surtout à des investisseurs institutionnels - sociétés d'assurance et fonds de pension - et autres particuliers fortunés échappant aux seuils de protection applicables à la commercialisation aux investisseurs particuliers ;
- en général fermés et typiquement dotés d'une durée de vie de 5 à 15 ans²⁰ ;
- dont la création est liée à la réalisation d'opérations de marché (e.g. fusions-acquisitions, vente d'entreprises par les fondateurs, etc.) visant des gains en capital à moyen terme (e.g. 2 à 5 ans), les opérations de cession (exit) pouvant prendre de multiples formes, y compris celle d'introductions en bourse des sociétés détenues (e.g. IPO, fusion de SPAC, etc.), de ventes commerciales, ou à d'autres fonds.

La notion de finance privée peut prêter à confusion. Elle peut désigner aussi des marchés de dette privée (*private credit*), notamment de prêts à effet de levier et dettes non cotées en bourse, typiquement octroyés par des entités non bancaires. Ces instruments, le cas échéant spécialisés (e.g. *commodity trade finance*) ou refinancés sous forme structurée (e.g. titrisations/CLO), donnent aussi souvent lieu à des relations bilatérales entre financeurs et financés les contrats de prêts (e.g. leurs clauses limitatives ou de remboursement) étant adaptés aux intérêts et circonstances spécifiques des parties. Risqués et peu liquides, ils tendent à être détenus jusqu'à échéance par les prêteurs. Ce type de dette finance généralement des opérations sponsorisées par des fonds de finance privée, et des sociétés détenues par le *private equity*. Le lien entre ces modes de financement privés est donc très étroit.

2.1.1.2 *Private equity* : caractéristiques communes (forme juridique, fiscalité, frais)

- Critères généraux

À défaut de base juridique positive précise, le *private equity*, au sein de la finance privée, est également défini par l'industrie comme une activité de gestion d'actifs pour compte de tiers spécialisée dans l'investissement de moyen/long terme en actions non cotées. Dans un périmètre extensif²¹, il prend initialement surtout deux formes : le capital risque (*venture capital* ou VC), particulièrement développé en France, et le *Leveraged BuyOut* (LBO), un

¹⁶ Correspondant à l'anglais "private finance" et "private markets", on trouve aussi "private capital" ou "private investing".

¹⁷ Cf. e.g. Aramonte S., F. Avalos (2021) (Banque des Règlements Internationaux), Rosov S. (2018) (position paper du CFA).

¹⁸ Cf. e.g. The Financial Times (Private markets are a hot topic for 2022 14/01/22; *Next financial crisis likely to centre on private markets* 12/04/22, *The private market "supercycle"* 12/08/22); Bloomberg (*The Boom in Private Markets Has Transformed Finance. Here's How* 14/06/22; *Private Markets Will Pump the Oil* 16/06/22; *Asian Unicorns Are Trading 40 % Cheaper in Private Markets* 2/08/22); Risk.net (*The private markets dilemma faced by asset owners* 20/07/22).

¹⁹ Malgré certaines similitudes, les stratégies et objectifs des fonds de dette privée et *private equity* diffèrent. L'Alternative Credit Council de l'AIMA (AIMA (2022)) précise les montants et secteurs de l'économie financés par les fonds de dette privée

²⁰ Le statut juridique des fonds est en général distinct de celui des OPCVM ou FIA ouverts (cf. Encadré 4 et Annexe 3 du rapport de consultation d'IOSCO (2010)). Des exceptions existent cependant, comme les fonds *evergreen* (cf. e.g. FCPR *evergreen*" français en 2.1.1 et Annex 1).

²¹ Une approche plus restrictive peut considérer le *private equity* comme distinct du *venture capital*.

segment intermédiaire (*Growth*) tendant dernièrement à se développer (en particulier en Asie). Schématiquement, les propriétés générales suivantes caractérisent ces fonds²² :

- Ils relèvent d'une forme de gestion collective pour compte de tiers : structure juridique de fonds ou d'une mutualisation (*pool*) de capitaux assimilable ;
- Leur portefeuille est principalement constitué de parts du capital de sociétés commerciales non cotées ;
- L'investissement dans ces sociétés est réalisé sur une durée moyenne à longue (e.g. de 3 à 15 ans) ;
- Une stratégie de désinvestissement (*exit*) permet de restituer les fonds aux investisseurs lors des cessions réalisées par le fonds et quand le fonds atteint son échéance.

- **Critères juridiques et fiscaux**

Par ailleurs, les montages juridiques des fonds tiennent compte²³ de **considérations fiscales et réglementaires** spécifiques, en particulier afin :

- D'optimiser la fiscalité applicable²⁴, un avantage comparatif majeur de ces fonds. En l'occurrence : éviter la double imposition des revenus ou des cessions de participations par les fonds ou les investisseurs²⁵, limiter la TVA, optimiser le régime des frais (frais de gestion récupérables, *carried interest*), etc.

Fiscalement, le *private equity* bénéficie de régimes préférentiels²⁶ : i) propres au *carried interest*, qualifié en général²⁷ comme revenu en capital (donc soumis à l'impôt sur les plus values) plutôt que comme revenu du travail (et taxé comme tel) ; ii) liés au fait que les intérêts payés sur les prêts sont déductibles, là où les dividendes ne le sont pas, ce qui favorise le financement des entreprises par la dette plutôt que par actions (cf. 4.2.2), et iii) liés à certaines incitations spécifiques, par exemple au financement des PME, des sociétés innovantes, ou dans certaines régions.

- D'adapter juridiquement la structure créée et son fonctionnement à son objet, en particulier aux pays et types d'investisseurs visés (e.g. au régime fiscal des fonds de pension) et pour faciliter la commercialisation du fonds auprès des investisseurs cibles. Cette optimisation vise notamment à faciliter la gestion des *cash flows* (e.g. appels de fonds, distributions)²⁸ et des cessions (*exits*) et des aléas éventuels (e.g. demande de liquidité des investisseurs), tout en restant dans des schémas reconnus par eux²⁹.

La forme juridique anglo-saxonne de société en commandite s'est établie comme une norme de marché internationale, notamment pour les LBO. Les fonds prennent alors la forme de *Limited Partnerships* dont les investisseurs (*Limited Partners* ou LP) délèguent la gestion à un gérant (*General Partner* ou GP). La flexibilité de ce cadre juridique permet la grande diversité et complexité des structures observées. Outre la diversité de l'objet économique et des spécifications contractuelles des stratégies des fonds, leur diversité provient en effet largement aussi des montages juridiques optimisant la fiscalité et la réglementation applicables. De fait, les écarts entre régimes des différentes juridictions donnent lieu à d'importants arbitrages dans la domiciliation des véhicules. La fréquence du recours à cette forme juridique n'exclut toutefois pas une diversité de formes juridiques nationales des fonds, assortie de nombreuses spécificités (cf. e.g. Encadré 1 sur les formes observées en France).

²² Caractéristiques inspirées notamment des définitions d'Invest Europe ([Glossary and Methodology](#)).

²³ Cf. e.g. EVCA (2006); Private equity fund structures in Europe.

²⁴ Dans les paradis fiscaux. Lorsque les conventions fiscales ne permettent pas au fonds d'éviter la double imposition, il y a en général retenue à la source sur les distributions aux investisseurs. Dans les structures dites transparentes, les investisseurs sont assujettis à l'impôt sur leur part des bénéfices, qu'elle leur soit distribuée ou non, lors de la cession des actifs du fonds.

²⁵ Lorsque les conventions fiscales de la juridiction du fonds lui permettent d'éviter une double imposition, il y a souvent retenue à la source sur les distributions aux investisseurs.

²⁶ Selon Jenkinson T., M. Kim, H. Weisbach (2021) "*There are two main reasons why Limited Partnerships have become the standard fund structure: (1) tax efficiency for investors, (2) incentive structures and tax efficiency for fund managers*".

²⁷ E.g. aux États-Unis, au Royaume-Uni, au Luxembourg, en France.

²⁸ Cf. e.g. KPMG (2020) sur les modalités d'optimisation de la structure fiscale et juridique.

²⁹ Selon KPMG (2020) la familiarité des investisseurs avec les structures juridiques anglo-saxonnes en a fait une norme de marché. Ceci explique probablement le succès des Sociétés de Libre Partenariat, qui s'en inspirent en France depuis 2015.

- **Des structures tarifaires spécifiques**

La tarification des services de gestion de véhicules de *private equity* leur est spécifique. En particulier, dans le modèle anglo-saxon, ces frais sont, d'une part, prélevés par la société de gestion du fonds ainsi que par les *General Partners* (GP) (en fonction des droits et obligations attachés à leur catégorie de parts du fonds). D'autre part, des frais sont perçus non seulement auprès des LP mais peuvent aussi l'être le cas échéant, accessoirement (notamment pour les LBO), auprès des sociétés cibles (e.g. au titre de leur *monitoring*)³⁰. Ils comprennent en général³¹ des composantes fixes et variables comme suit :

1) **Les frais de gestion** constituent une majeure partie des revenus fixes dans la mesure où, perçus pendant la durée de vie du fonds, ils sont souvent fixés par référence à un taux de 2 % par an (comparé à des commissions de surperformance de 20 %). Typiquement prélevés sur la base du capital engagé (*committed capital*) pendant la période d'investissement (e.g. les cinq premières années) puis sur celle de la valeur liquidative ou des montants investis pendant la période de désinvestissement (e.g. les cinq années suivantes). Sur une durée de vie de 10 ans, ces frais peuvent ainsi représenter plus de 20 % du capital engagé.

- On observe cependant des variations. Ces tarifs peuvent être dégressifs. Deux critères peuvent jouer en particulier : le niveau du taux peut baisser après la période d'investissement (e.g. de 25 points de base au bout de 5 ans), et la base à laquelle il s'applique peut passer du capital engagé au capital net investi, au terme de la période initiale d'investissement.
- Sur un portefeuille de fonds investis aux États-Unis et en Europe, Metrick A., A. Yasuda (2010) documente des frais fixes médians de 12 % pour les fonds de LBO et de 17,75 % pour les fonds de *venture capital*, avec une faible dispersion des frais autour de la médiane.

Par ailleurs, le montant des jetons de présence perçu des sociétés cibles d'investissement est en pratique, au moins en Europe, déduit des frais de gestion des fonds concernés.

2) **Le *carried interest*** rémunère les performances positives du fonds et constitue l'essentiel des frais variables. Il implique en général, comme en France, un investissement des équipes de gestion dans le fonds, qui les intéresse à sa performance et contribue donc à aligner leur intérêt sur celui des investisseurs. Son niveau dépend surtout de quatre critères :

- a. La base de calcul (e.g. la valeur de cession cumulée des participations du fonds (sorties en capital) moins le capital engagé) ;
- b. Le taux appliqué (20 % est la norme³²) ;
- c. Le seuil de (sur)performance minimum (*hurdle rate*) conditionnant la perception de ces frais ;
- d. L'étalement éventuel de la perception des frais dans le temps selon un calendrier fixé.

En général, le *carried interest* n'est prélevé qu'une fois que les LP ont récupéré la totalité du capital engagé et perçu le montant du *hurdle*, conformément à un séquençement (*waterfall*) contractuel précisant l'ordre de priorité des distributions entre les gestionnaires du fonds et les LP³³, la "surperformance" attendue des investissements étant supérieure à un seuil (*hurdle rate*) de l'ordre de 8 %. Certaines modalités peuvent, notamment pour certains fonds de VC aux États-Unis, permettre une perception précoce³⁴. Elles sont le cas échéant assorties de clauses de récupération (*clawback*) en cas de sous-performance du fonds postérieure à leur perception.

³⁰ La perception de frais auprès de cibles ne correspond pas à la pratique en France et en ce cas, conformément aux règles de déontologie applicables, ils sont déduits des frais de gestion de la société de gestion, et ne créent donc pas de coût additionnel pour les investisseurs.

³¹ Cf. e.g. Axelson U., P. Stromberg, M. Weisbach (2009) ; Metrick A., A. Yasuda (2010) ; Jenkinson T., M. Kim, H. Weisbach (2021).

³² Ce taux est en pratique par la quasi-totalité des fonds de LBO. Il varie plus (est souvent moins élevé) pour les fonds de VC.

³³ Cf. e.g. Wylie A. (DLA Piper), M. Barry, J. Terblanche (Maples Group) (2021), English and Luxembourg private equity funds key features.

³⁴ L'encadrement des conditions de perception du *carried interest* par le régime fiscal français limite l'intérêt d'une perception précoce. La perception de plus-values du fonds avant que les autres investisseurs n'aient récupéré leur mise induit une taxation dissuasive des sommes perçues.

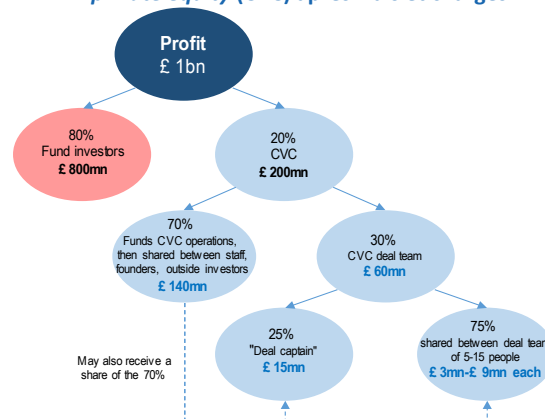
3) D'autres frais, notamment de transaction et de suivi facturés par les fonds de LBO³⁵ :

- **Frais de transaction** : lorsqu'un fonds de LBO achète ou vend les parts d'une entreprise cible, il peut dans certains cas facturer³⁶ des frais de transaction pour le service d'exécution rendu (e.g. de 1 à 2 % de la valeur de la transaction), qui comprennent, sans s'y limiter, des frais de prise ferme et des frais d'arrangement. Ces coûts sont souvent supportés par les seuls LP, mais peuvent aussi faire l'objet d'un partage avec les GP selon une clé de répartition préétablie (e.g. 50/50).

- **Frais de suivi (monitoring)** des sociétés détenues (typiquement de 1 à 5 % de leur EBITDA par an). Prélevés auprès des sociétés du portefeuille, ils rémunèrent spécifiquement la gestion des sociétés par le fonds. Ils affectent indirectement les LP (asymétriquement par rapport aux GP³⁷) dans la mesure où leur perception réduit d'autant la performance des investissements du fonds.

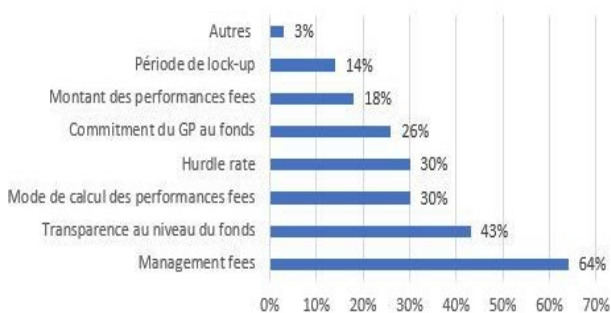
On note ici qu'aux États-Unis, la proposition de règlement du 09/02/22 de la SEC prévoyait d'accroître la transparence sur les différents types de frais perçus et en particulier sur ces types de frais annexes³⁸.

Graphique 12 : Exemple de répartition des profits d'un fonds de private equity (CVC) après frais et charges



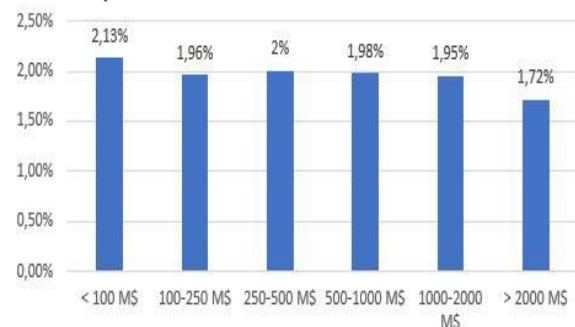
Source : FT Research³⁹. Note : indicatif, les proportions exactes varient d'une opération à l'autre. Deal captain : en charge de l'opération (certaines en ont plus d'un). Il/elle peut, avec l'approbation d'un cadre dirigeant, recommander une répartition des gains.

Graphique 13 : Alignement d'intérêt : pistes d'amélioration selon les LP



Source : Preqin, Les Echos Capital Finance, 08/04/19.

Graphique 14 : Frais de gestion moyens par taille de fonds de LBO en 2017-2018



Source : Preqin, Les Echos Capital Finance, 08/04/19.

³⁵ Phalippou L., C. Rauch, M. Ueber (2016) détaille et discute de ce type de frais. Cf. 3.2.3.1 sur les conflits d'intérêt qu'ils engendrent.

³⁶ In France, les frais de transaction ne peuvent être supportés par le fonds (donc par l'ensemble des porteurs de parts) que s'il sont versés à des tiers (banques d'affaires, conseils, etc.).

³⁷ Metrick A., A. Yasako (2010) considère ces frais comme portés à 80 % par les LP et 20 % par les GP.

³⁸ La proposition rappelle que : "private fund advisers and their related persons charge a number of fees and expenses to the fund's portfolio companies. These can include consulting fees, monitoring fees, servicing fees, transaction fees, director's fees, and others"

³⁹ "CVC's biggest bet yet: the fiercely private buyout firm set to go public. Europe's largest private equity company plans an IPO with implications for the entire sector"; Financial Times ; 19/10/22.

Les niveaux de frais et leur transparence⁴⁰ font l'objet de multiples questionnements et débats concernant en particulier les États-Unis, pour lesquels la recherche académique sur ce point est plus riche. Phalippou L. (2020) évalue à 230 milliards de dollars le *carried interest* perçu sur les fonds levés entre 2006 et 2015 et en déduit un impact considérable sur la performance des fonds de nature à limiter l'intérêt de ce type d'investissement pour les investisseurs institutionnels (e.g. fonds de pension) visés.

Begenau J., E. Siriwardane (2022) souligne que, même si les fonds de VC américains, en forte demande, font moins varier leurs tarifications que ceux de LBO⁴¹, des écarts considérables de frais facturés par les fonds de *private equity* aux fonds de pension publics américains révèlent une forte dépendance du niveau de ces frais au pouvoir de négociation des investisseurs, donc un pouvoir significatif de fixation discrétionnaire des prix par les sponsors.

Ces préoccupations se retrouvent dans un sondage mené au niveau global auprès d'investisseurs (Graphique 13) dont il ressort que le premier souhait (64 % des sondés) est en effet d'accroître l'alignement d'intérêt des GP et gestionnaires de fonds sur ceux des porteurs concernant les frais de gestion qui leurs sont imputés. Le troisième sujet de préoccupation (30 % des sondés) concerne le mode de calcul des commissions de (sur)performance et la fixation du *hurdle rate*.

Face à cette situation, l'association d'investisseurs institutionnels *Institutional Limited Partners Association* (ILPA) a créé en 2016 un cadre de *reporting* standard⁴². À défaut de plus ample information, la capacité des investisseurs d'exiger la conformité à ces bonnes pratiques semble cependant être restée limitée⁴³.

2.1.1.3 Historiquement, deux catégories principales : les fonds de LBO et de VC⁴⁴

- **Les fonds de *Venture Capital* (VC)**

Le VC est reconnu sous sa forme moderne depuis l'après seconde guerre mondiale⁴⁵. Un fonds de VC a vocation à financer de petites entreprises en phase de croissance⁴⁶, notamment lorsque leur accès au crédit bancaire est restreint. Le fonds prend alors, pour réaliser une plus-value de cession dans plusieurs années, des participations (non cotées) dans des entreprises au stade initial de leur développement⁴⁷ (e.g. dans le cadre du premier appel au marché de *startups*) dotées de perspectives de croissance forte, donc souvent innovantes (d'où les spécialisations sectorielles notées en 1.3). Invest Europe distingue ici les fonds d'entreprises en début de vie ("*Early Stage*") des fonds de sociétés encore non-rentables à l'issue des tours de table initiaux (C ou D) ("*Late stage*")⁴⁸. Les participations des fonds permettent d'influer sur la gestion des entreprises cibles, mais restent en général minoritaires⁴⁹, plusieurs fonds de VC investissant souvent simultanément pour répondre aux besoins de financement. En regard, cela permet de diversifier le risque des portefeuilles des fonds concernés à travers plusieurs entreprises cibles.

Comme l'indiquent son nom et la disponibilité limitée de financements bancaires, les investissements du VC sont en général très risqués. Ceci peut aussi favoriser une recherche de diversification, e.g. via des fonds de fonds, pour les investisseurs prudents ou pour les investisseurs particuliers⁵⁰.

⁴⁰ Les frais affectant la performance des LP, la transparence sur les frais permet de gérer le conflit d'intérêt entre les obligations fiduciaires et la rémunération du gérant. Cf. 3.1.3.1 pour plus de détails sur la nature de ces conflits d'intérêt.

⁴¹ Selon les auteurs, les frais peuvent être négociés à la baisse en échange d'un *carried interest* plus élevé ou d'autres avantages (e.g. accès au co-investissement), et les constats empiriques sont conditionnés par la qualité des données disponibles.

⁴² [ILPA \(2019\) ; Best-Practices; Quarterly reporting standards.](#)

⁴³ Observons cependant que la rémunération des GP est encadrée en Europe, et qu'elle est mesurée en France via un reporting annuel à l'AMF contenant notamment des exigences déclaratives relatives à la rémunération des preneurs de risque.

⁴⁴ Une notion restreinte du *private equity* peut le limiter au LBO. Le concept comprend ici à la fois le VC, le LBO et les segments intermédiaires.

⁴⁵ E.g. *l'American Research and Development Corp.* de G. Doriot a levé 3,5 mn de dollars en 1946 pour investir dans des firmes dont les technologies, élaborées durant la guerre, pouvaient servir des usages civils (e.g. médicaux pour les rayons X). On lui attribue le 1^{er} fonds de VC.

⁴⁶ Ce type de financement n'est donc pas nouveau. Sous la forme moderne de société en commandite, on date son apparition aux États-Unis à l'immédiat après-guerre – e.g. au lancement du fonds *American Research and Development Corporation* (ARD) qui a levé 3,5 millions de dollars en 1946 pour investir dans des entreprises commercialisant des technologies développées pendant la Seconde Guerre mondiale.

⁴⁷ "*Firms typically use VC to expand, break into new markets, and grow faster. Although only relevant to a smaller group, VC is essential for the growth of innovative firms*". https://single-market-economy.ec.europa.eu/access-finance/policy-areas/venture-capital_fr

⁴⁸ À un niveau de détail plus fin, [France Invest](#) considère des sous-catégories de capital risque (capital amorçage, *early stage*, *late stage*, capital développement) outre les catégories *growth* et capital transmission (Buy-Out et Buy-In, correspondant à la notion générale de LBO utilisée ici).

⁴⁹ Cf. e.g. [BPI France](#).

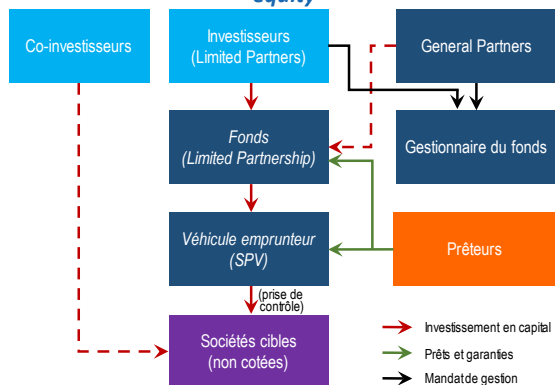
⁵⁰ En France, les fonds de Bpifrance ont ouvert l'accès des particuliers au *private equity*. Cf. note de bas de page 191.

• Les fonds de **Leveraged BuyOut (LBO)**

Les fonds de LBO financent des firmes plus matures, donc des opérations de plus grande taille, et concentrent de fait la majorité des encours de *private equity* (cf. 1.1). Ils prennent le contrôle des sociétés cibles en en acquérant, avec des effets de levier de l'ordre de 60 %⁵¹, des participations majoritaires pour exercer une influence effective sur leur gestion (Graphique 15). L'horizon d'investissement dans les sociétés cibles est en général de 4 à 5 ans, celui dans le fonds d'environ 10 ans mais il peut être prolongé⁵² et celui des investisseurs être plus long (e.g. donner lieu à réinvestissement dans de nouveaux fonds). À l'inverse, des opérations secondaires permettent⁵³ aux fonds de céder (transférer la propriété de) leurs parts à d'autres fonds ou groupes de fonds. Les fonds de LBO sont souvent des sociétés en commandite (e.g. des *Limited Partnerships*) et donnent lieu à des montages complexes à des fins d'optimisation fiscale, juridique et réglementaire, ce qui les conduit à investir via des véhicules créés à cet effet (*Special Purpose Vehicles* ou SPV). Le rendement brut du fonds est assis sur la capacité du gérant à influencer sur la gestion des sociétés cibles et sur l'exposition des investissements aux effets de levier (cf. 3.3).

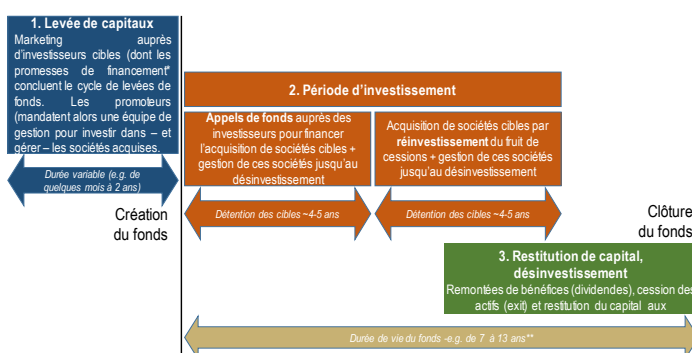
Notons que le segment du VC comprend de nombreux fonds de petite taille, alors qu'à l'inverse, les fonds de LBO concentrent une majorité des montants de financement par le *private equity* dans des véhicules beaucoup plus gros. VC et LBO ont donc des objets et induisent des risques très différents (Tableau 5). Pour autant, avec la formation de licornes (*startups* valorisées à plus d'un milliard de dollars), la taille moyenne des fonds VC a beaucoup crû⁵⁴ et on observe un développement marqué du segment Growth, intermédiaire entre le LBO et le VC (cf. 2.2.2.1). Par ailleurs, les étapes de la vie des fonds (Graphique 16) sont relativement similaires, la durée de détention des sociétés en portefeuille pouvant être plus longue pour les fonds de VC.

Graphique 15 : Structure-type d'un fonds de *private equity*



Source : AMF.

Graphique 16 : Cycle de vie d'un fonds de *private equity* (e.g. LBO)



* Engagements de l'investisseur à répondre aux futurs appels de fonds finançant les investissements du fonds lors de leur occurrence. Ces montants levés non encore appelés sont qualifiés de poudre sèche (*dry powder*). ** La vie des fonds est souvent prolongée pour favoriser leurs conditions de désinvestissement.

Source : AMF.

Tableau 5 : Différences entre VC et LBO

	Venture Capital	Leveraged Buy-Out
Entreprises cibles	Entreprises à un stade initial de développement, innovantes et/ou à fort potentiel de croissance	Entreprises matures, en difficulté ou à potentiel de croissance.
Valeur ajoutée du gérant	Évaluation/gestion des risques élevés de ce type d'investissement : sélection visant les rares cibles de croissance exponentielle. Accompagnement de leurs phases de développement initial (e.g. amorçage, création). Fourniture de conseil, suivi de leur gestion financière (e.g. de leur consommation de capital).	En général, rationalisation des opérations et de la gestion financière des cibles (e.g. en imposant ses propres managers, favorisant l'endettement, des versements de dividendes au fonds). Influence fréquente sur la stratégie et les opérations de croissance externe (M&A).
Montant des investissements	En moyenne, moins de 10 millions d'euros	De plusieurs millions à plusieurs milliards de dollars
Part des cibles acquise	Minoritaire mais active, le cas échéant couplée avec des participations minoritaires d'autres fonds.	Majoritaire/contrôlante
Sortie en capital	Généralement au bout de 4 ans	Au bout de 6 à 10 ans
Financement	En capitaux propres, souvent en amont des financements bancaires	En capitaux propres et en dette

⁵¹ Ce pourcentage reflète avant tout la pratique pour les opérations de plus grande taille (cf. e.g. S&P LCD et [PitchBook \(2022\)](#)).

⁵² En principe d'une ou deux fois un an, en France.

⁵³ Jenkinson T., M. Sousa (2015) en souligne l'importance : "*For over 43 % of the exits, private equity funds sold to each other*".

⁵⁴ Selon [PitchBook](#), la taille moyenne (médiane) des fonds VC *late stage* est passée 431,7 mn de dollars (65,0) en 2020 à 775,4 (114,5) en 2021.

2.1.1.4 Des critères additionnels sont nécessaires pour une définition opérationnelle

Des critères additionnels sont cependant nécessaires pour rendre la définition du *private equity* opérationnelle. Pour ses fins statistiques⁵⁵, l'association Invest Europe tient par exemple compte de :

- **La stratégie et du degré de spécialisation des fonds.** Ceux-ci se distinguent d'abord des *hedge funds*, aux horizons d'investissement plus courts, dont les stratégies de *trading* ciblent en principe des marchés d'actifs plus liquides. Certaines stratégies de *hedge funds* et de *private equity* peuvent toutefois être proches. Par exemple, les stratégies "*rescue-turnaround*" (*private equity*) et "*distressed*" (*hedge funds*) centrées sur le sauvetage d'entreprises⁵⁶. Les distinguer suppose surtout de considérer l'horizon de temps auquel les parts ont vocation à être cédées. Sont aussi exclus les fonds immobiliers et d'infrastructure et les financements de projets. Pour autant, d'autres stratégies spécialisées, par exemple dans les *clean tech*, sont incluses dans le périmètre du *private equity* ;
- **Du stade de financement des cibles :** le *private equity* se distingue notamment des incubateurs⁵⁷ qui opèrent durant la phase de maturation d'un projet innovant, e.g. en amont de la création d'entreprise ;
- **L'importance relative du financement des cibles par la dette.** Les fonds de *private debt*, *venture credit* et de prêts participatifs sont exclus. À l'inverse, par exemple, les fonds *mezzanine* sont inclus – comme les "partenariats silencieux" allemands (*silent partnerships*) qui s'y apparentent ;
- **La fourniture de services de gestion pour compte de tiers.** Les sociétés *holding* (même des groupes comme Wendel ou Kering) ne sont, en particulier, pas considérés comme des fonds d'investissement.
- **La nature des sponsors/investisseurs.** Personnes physiques investissant en compte propre, les *business angels* sont exclus aussi. Certaines activités de *private equity* pour compte propre de banques ou sociétés non financières, très proches du *private equity*, sont toutefois incluses. En particulier, les fonds de *corporate venture capital* (CVC) par lesquels les sociétés non financières investissent en *startups*⁵⁸, sont structurés, gérés, fonctionnent de façon très similaire à des fonds de VC et sont considérés comme tels.
- **Certains investissements directs** (i.e. des fonds dédiés de co-investissement en fonds de fonds) de *private equity* sont par ailleurs considérés comme relevant aussi des activités du *private equity*⁵⁹.

On note ici en particulier une sensibilité du périmètre retenu à la capacité des acteurs institutionnels à mener des activités de *private equity* pour compte propre, et de la qualification de ces activités au regard de la gestion pour compte de tiers. Fang L., V. Ivashina, J. Lerner (2013) montre à cet égard un usage croissant par les investisseurs institutionnels de cette capacité⁶⁰. DaRin M., L. Phalippou (2014) indique aussi, par exemple, en outre, qu'aux Pays-Bas, les fonds de pension de petite taille tendent à octroyer des mandats de gestion à des fonds de pension plus gros (e.g. APG ou PGGM) pour investir dans des classes d'actifs alternatives.

⁵⁵ Pour éviter les doubles comptages, la définition exclut aussi les fonds de fonds, mais intègre leurs co-investissements (investissements directs des fonds de fonds dans des sociétés détenues par des fonds de *private equity*). Sont aussi exclus les fonds secondaires, fruits de cessions de participations de fonds "primaires". Les termes d'[Invest Europe research methodology and definitions](#) au 07/12/22 font foi.

⁵⁶ NB : dans les pays anglo-saxons, les *hedge funds* (stratégies "*debt-for-trading*") et les fonds de *private debt* (stratégies "*loan-to-own*") peuvent investir en *distressed debt* dans le cadre de procédures de dépôt de bilan spécifiques à leur droit des procédures collectives. En France, les fonds de retournement tendent à acquérir les entreprises en difficulté avant leur dépôt de bilan, e.g. pour 1 € symbolique et les restructurent hors des tribunaux. Il n'y a alors pas de concurrence avec les *hedge funds*. De plus en plus, ils se tournent aussi vers des opérations dites complexes où les entreprises ne sont pas nécessairement en difficulté immédiate mais ont besoin d'un soutien pour rebondir.

⁵⁷ NB : souvent les incubateurs ne financent, en pratique, pas d'entreprises.

⁵⁸ Les fonds de CVC sont inclus dans le périmètre car ils investissent en commun dans des fonds gérés par des SGP.

⁵⁹ Certains LP qui en disposent, exercent un droit de co-investissement lorsque le deal excède la capacité du fonds principal. La SGP peut alors proposer d'investir *pari passu* avec le fonds principal via un fonds de co-investissement. La SGP et ses équipes peuvent y investir de façon minoritaire e.g. pour reproduire les mêmes droits au *carried interest* que dans le fonds principal. La SGP ne co-investit pas directement : ça lui est généralement interdit par les procédures de gestion des conflits d'intérêt.

⁶⁰ "*In the PE setting, institutional investors are increasingly eschewing intermediaries in favour of direct investments*".

2.1.2 De fortes spécificités nationales et des structures offshore

Au cours des décennies écoulées, un cadre propre au *private equity* a été élaboré en France, qui intègre des exigences spécifiques dans des formes juridiques adaptées aux différents besoins d'investissement et de financement possibles. On y trouve des fonds grand public, le cas échéant ouverts (*evergreen*), et institutionnels, avec des objectifs de financement variés (Encadré 1). Si les gérants sont, en Europe, soumis aux exigences de la directive AIFM, la forme juridique des fonds de *private equity* y est en effet **loin d'être totalement normée**⁶¹. De fait, le *private equity* n'est pas positivement défini par la directive, la qualification de cette stratégie d'investissement étant laissée à la libre appréciation du gérant dans le reporting au régulateur (cf. 2.3). Exception faite des fonds les plus régulés, ce sont en général des sociétés en commandite. Les sponsors et/ou gestionnaires investissent en général aux côtés des investisseurs du fonds. La société de gestion peut gérer de multiples fonds, entités juridiques à part entière ayant des commandités distincts. C'est en principe une entité séparée détenue par les sponsors, qui gère tous leurs fonds, centralisant ainsi la gestion de familles de fonds et concentrant la valeur de l'entreprise dans une seule entité. Sur la base des activités menées, le gestionnaire peut être tenu de s'enregistrer comme tel (*investment adviser*).

Les fonds prennent des **formes nationales variables**, souvent assorties d'incitations fiscales et réglementaires spécifiques, et sont parfois accessibles au grand public. Les fonds institutionnels sont cependant souvent des véhicules de droit anglo-saxon ou déclinant en droit national des formes inspirées du droit anglo-saxon. Les incitations fiscales et réglementaires favorisent les domiciliations *offshore*, e.g. aux îles Cayman ou aux Îles Vierges britanniques pour une distribution aux États-Unis et dans le reste du monde. Observons toutefois, que la question de la domiciliation peut être relativisée quand des montages permettent d'investir via des véhicules (cf. SPV du Graphique 15) eux-mêmes domiciliés dans des juridictions permettant également de bénéficier des incitations en question. Au-delà des îles Cayman ou des Îles Vierges britanniques, les lieux de domiciliation historiquement privilégiés sont, au sein de l'U.E., l'Irlande et le Luxembourg et, plus récemment, Singapour en Asie. Cela dit, aux États-Unis, la forme juridique des fonds de *private equity* la plus courante est celle de la société en commandite de l'État du Delaware. Cette dernière, formée par dépôt d'un certificat de société en commandite (*Certificate of Limited Partnership*) auprès de l'État du Delaware, est juridiquement distincte jusqu'à sa dissolution et liquidation, aux termes de l'accord de partenariat (*Limited Partnership Agreement* ou LPA), i.e. en général au bout de 10 ans sauf dissolution antérieure reconnue par la loi du Delaware. Ces sociétés n'ont en général, en tant que telles, pas à s'enregistrer auprès d'une autorité publique si elles se conforment aux exemptions ou exceptions applicables, mais peuvent l'être si leurs commandités exercent des activités de gestion dans d'autres États des États-Unis.

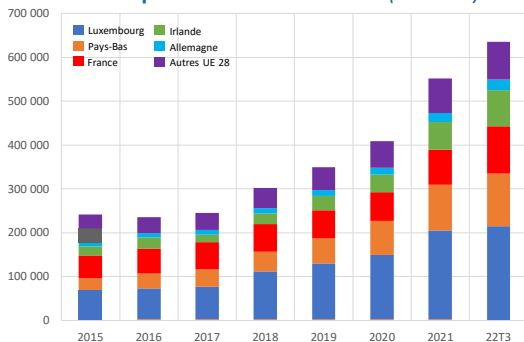
Au Royaume-Uni, la société en commandite la plus courante doit être enregistrée en vertu du *Limited Partnerships Act* de 1907, un commandité au moins devant être établi principalement en Angleterre. La responsabilité des investisseurs commanditaires est limitée au capital investi dès lors qu'ils ne participent pas à sa gestion. Des formes de véhicules cotés existent aussi, les *investment trusts*, qui sont toutefois limités par l'article 842 de la loi fiscale de 1988, qui interdit les distributions de gains en capital sous forme de dividende. Les *investment trusts* de VC offrent cependant, avec des restrictions sur les montants et la nature des sociétés dans lesquelles ils investissent, aux investisseurs particuliers un revenu et des gains en capital non imposables.

En Europe continentale, à l'instar des structures anglo-saxonnes, la forme juridique des fonds est peu contraignante, donc très spécifique à son objet : précisée par le contrat établissant le fonds, cette structure reflète l'équilibre des intérêts des parties prenantes, mais aussi largement des considérations fiscales et réglementaires. Dans ce contexte, les fonds prennent des formes propres aux juridictions où ils sont établis. Malgré les limites des statistiques disponibles, le Luxembourg ressort (Graphique 17, Graphique 18)⁶² comme le principal lieu de domiciliation de fonds de *private equity* en Europe. Les formes juridiques afférentes sont décrites en Encadré 2. En France, les informations de l'AMF sur les Sociétés de Libre Partenariat (SLP) montrent qu'elles concentrent une part importante de l'investissement institutionnel, mais d'autres véhicules de droit français existent également, qui sont décrits en Encadré 1 et Annexe 1.

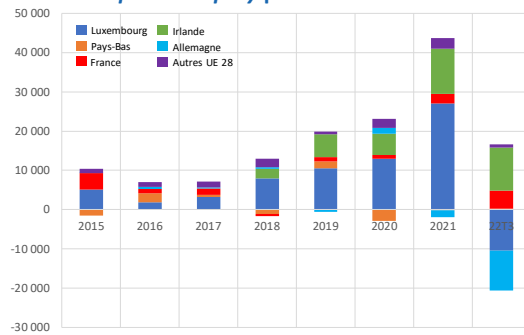
⁶¹ Les régimes européens EuVECA, pour les fonds de capital risque, et ELTIF 2, notamment, favorisent une certaine standardisation des critères d'investissement des FIA. Cf. 2.3.4 sur ELTIF 2.

⁶² Selon la BCE à fin 2021, le Luxembourg domiciliait 202,5 milliards d'euros de fonds de *private equity* et les Pays-Bas 104,1 milliards soit 58,0 % des € 528,7 mrd recensés dans l'UE. Selon Deloitte (2019), l'encours des fonds de *private equity* luxembourgeois était de 148 milliards d'euros vs. 127,7 milliards selon la BCE.

Graphique 17 : Encours des fonds de *private equity* de l'U.E. par lieu de domiciliation (mn EUR)



Graphique 18 : Flux nets de collecte des fonds de *private equity* par lieu de domiciliation

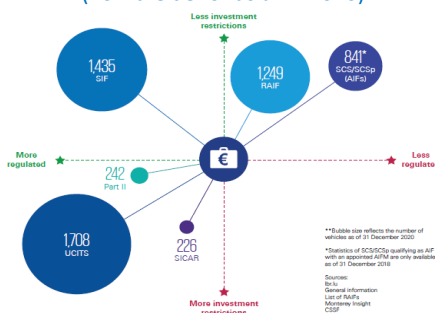


Source : BCE, AMF. Note : 15 juridictions font état de données non nulles (Allemagne, Autriche, Chypre, Espagne, Estonie, Finlande, France, Irlande, Italie, Lettonie, Lituanie, Luxembourg, Malte, Pays-Bas, Portugal).

- **Des degrés de prescription variables**

On note enfin que, parmi les véhicules soumis à des exigences réglementaires et/ou de supervision, les moins strictement régulés ont enregistré une forte progression en Europe. Par exemple, au Luxembourg, l'évolution du cadre luxembourgeois mentionnée en Encadré 2 a conduit à préférer les RAIF (créés en 2016⁶³ et représentant 30 % du nombre de fonds en 2021) aux SICAR et SIF qui prévalaient jusqu'alors, car les exigences applicables ne portent plus sur le produit, qui n'a pas à être déclaré avant d'être commercialisé⁶⁴, mais seulement sur leur gestionnaire (agrée comme AIFM)⁶⁵.

Graphique 19 : Univers des fonds luxembourgeois (nombre de fonds à fin 2020)



Source : Ibr.lu, Monterey Insight, CSSF, KPMG (2020).

⁶³ Indirectement régulés (cf. e.g. KPMG (2020), Deloitte (2019), LPEA (2021)), les RAIF restent soumis aux règles de diversification des SIF (en vertu de la Circulaire 07/309 de la CSSF).
compartiments (Art. 49(1) de la loi instituant les RAIF).

⁶⁴ Une notification à la CSSF est cependant nécessaire pour bénéficier du passeport européen.

⁶⁵ Au même titre que les SLP françaises.

Encadré 1 : Les véhicules de *private equity* en France L'offre de fonds de *private equity* en France se caractérise par la place qu'y tiennent initialement certains véhicules réglementés (FPCI, FCPR, FCPI, FIP, FPS). Une description de ces véhicules est proposée en Annexe 1.

Les données de supervision françaises confirment le regain d'activité du *private equity* en 2021⁶⁶ : le nombre de fonds commercialisés a crû de 91 en 2021, porté par des créations de fonds en forte hausse. Les encours des fonds (Tableau 6) ont augmenté de 17,0 % sur un an à 92,9 milliards d'euros à fin 2021. La proportion de 86,0 % des encours des Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI) dans ce total d'encours est restée stable. Celle des produits destinés aux investisseurs non professionnels, notamment *evergreen* (FCPR ouverts aux souscriptions-rachats⁶⁷), a diminué à 27 nouveaux fonds, contre 45 en 2020. Les 16ancements (agrément AMF) de sociétés de gestion de capital investissement en 2021 ont représenté une part assez stable (depuis 2017) de 2/5 des nouvelles sociétés de gestion en France. En 2020, 72 % de ces nouvelles sociétés de gestion avaient résulté d'initiatives entrepreneuriales. En 2021, la moitié de cesancements l'a été à l'initiative de groupes, financiers ou non⁶⁸.

Tableau 6 : Encours des fonds de capital investissement de droit français* (Mn EUR)

	2020	2021	Mars-22	2021/2020 (%)
Fonds Professionnels de Capital Investissement (FPCI)	68 242	79 880	80 962	17,1
Fonds Communs de Placement à Risque (FCPR)	1 844	2 616	2 807	41,9
Fonds Professionnels Spécialisés (FPS)*	3 714	4 824	4 939	29,9
Fonds Communs de Placement dans l'Innovation (FCPI)	3 104	3 159	2 995	1,8
Fonds d'Investissement de Proximité (FIP)	2 509	2 439	2 386	-2,8
Total	79 412	92 919	94 103	17,0

Source : AMF. * Note : hors Sociétés de Libre Partenariat (SLP). Sur les différentes catégories de fonds, cf. 2.1. * Hors SLP.

Régime des Sociétés de Libre Partenariat (SLP)

Établies par la loi "Macron" du 6 août 2015⁶⁹, les SLP introduisent, au sein de la catégorie des Fonds Professionnels Spécialisés (FPS) de droit français, des structures analogues aux fonds anglo-saxons de *private equity*, permettant d'investir dans tout actif juridiquement reconnu, de prêter et de s'endetter. Comme pour les autres Fonds d'Investissement Alternatifs (FIA) de droit français, les actifs des SLP doivent être conservés par un dépositaire et audités par un commissaire aux comptes. Sous forme de société en commandite simple, la SLP se trouve sous la responsabilité d'associés commandités (cf. *General Partners*) par des commanditaires (*Limited Partners*). La propriété de ses actifs doit être établie selon un mode reconnu par la loi française, ne faire l'objet d'autre sûreté que celles qui sont consenties pour les fins de la gestion du fonds et leur valorisation doit être fiable. La SLP peut consentir des prêts et, au passif, rien ne fait obstacle à son endettement. De droit français, la SLP est soumise aux exigences applicables aux FIA européens, mais peut sous certaines conditions n'être soumise qu'à des conditions d'enregistrement (pas d'agrément). La qualité de commanditaire est réservée à trois catégories de personnes : les investisseurs professionnels, les personnes physiques ou morales en relation avec la SLP⁷⁰ et les investisseurs dont la souscription initiale est d'au moins 100 kEUR. Issue le cas échéant de la transformation d'autres fonds, et pouvant être constituée de compartiments d'actifs distincts (isolés juridiquement et comptablement), la SLP offre une très grande flexibilité statutaire à ses promoteurs. En particulier, des droits différents sur tout ou partie de la société ou ses produits (e.g. dividendes et *boni* de liquidation), peuvent être attribués aux parts émises, ce qui permet notamment aux GP de percevoir un *carried interest*⁷¹. Par ailleurs, en cas de dépôt de bilan, la SLP n'est pas soumise aux règles des faillites, les dirigeants échappant ainsi aux actions en comblement d'insuffisance d'actif.

Pour tenir compte des spécificités de ce type de véhicule d'investissement, l'AMF a modifié le livre IV de son Règlement général⁷². L'AMF a par ailleurs intégré la SLP dans le périmètre de l'instruction DOC-2012-06 sur les modalités de déclaration, de modifications, d'établissement d'un prospectus et d'information périodique des FPS et fonds professionnels de capital investissement. À ce titre, la SLP est soumise à certaines exigences déclaratives⁷³. La transparence sur le montant d'apport des associés et la qualité des associés n'est pas exigée.

Le nombre de SLP en France a crû significativement depuis la création du statut en 2015. Il était de 489 en 2022⁷⁴.

⁶⁶ Cf. 2.1.1 pour une description des types de fonds existants.

⁶⁷ Ces fonds ont en général de durée de vie de 99 ans. 2 ont été créés en 2021, vs. 6 en 2020 portant leur nombre total à 12.

⁶⁸ Cf. Rapport annuel de l'AMF 2021.

⁶⁹ Loi pour la croissance, l'activité et l'égalité des chances économiques dite loi "Macron".

⁷⁰ Gérant, société de gestion et commandités, ainsi que toute société réalisant des prestations liées à la gestion investissant directement ou indirectement, ainsi que leurs dirigeants, leurs salariés ou toute personne physique ou morale agissant pour leur compte.

⁷¹ Couret A., P. Le Roux, J. Soutour (2015) précise aussi le statut fiscal avantageux des SLP, aligné sur celui des FPS et le cas échéant des FCPR fiscaux qui étend "aux membres de l'équipe de gestion de la SLP le régime du *carried interest* à raison des titres, acquis ou souscrits, auxquels sont attachés des droits financiers différents de ceux des porteurs ordinaires (taxation des profits selon les règles de droit commun des *plus-values de cession de valeurs mobilières*)".

⁷² L'arrêté homologuant ces modifications a été publié au Journal officiel du 8/10/15.

⁷³ Cf. [Annexe 1-2.1 de l'instruction AMF DOC 2012 06 précisant obligations déclaratives d'un FPS \(ou d'un compartiment\) sous forme de SLP](#) relatives aux informations à mettre à la disposition des investisseurs (art. 21 de l'instruction), y compris, le cas échéant, le dernier rapport annuel, la dernière valeur liquidative ou prix de la part du FIA et les performances passées du FIA.

⁷⁴ Au 17/05/22.

Encadré 2 : Les véhicules de *private equity* au Luxembourg Selon la *Luxembourg Private Equity & Venture Capital Association* (LPEA)⁷⁵, les FIA de *private equity* luxembourgeois de droit européen⁷⁶ (14 % des véhicules ne le sont pas⁷⁷) revêtent les formes juridiques suivantes, qui ne sont pas nécessairement fermées :

Véhicules soumis à agrément de la CSSF :

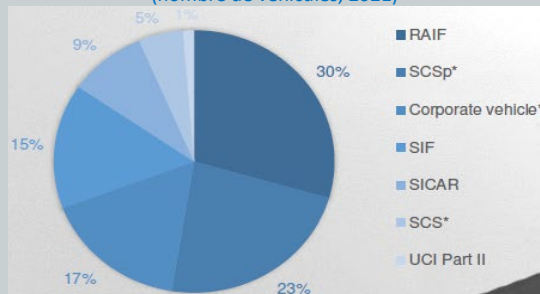
- Sociétés d'investissement en capital-risque (SICAR) loi du 15/06/04
- SIF (*Specialized Investment Funds*) loi du 13/02/07 réservé aux investisseurs avertis (*well-informed*)
- UCI (Part II) fonds *retail* non-UCITS (loi de 2010 partie II)
- *Reserved Alternative Investment Funds* (RAIF) loi du 23/07/16

Véhicules "non régulés" (soumis seulement à obligation d'enregistrement) :

- Société en Commandite Spécialisée (SCSp)
- Société en Commandite Simple (SCS)
- Autres sociétés commerciales (e.g. SCA, SA, SARL)

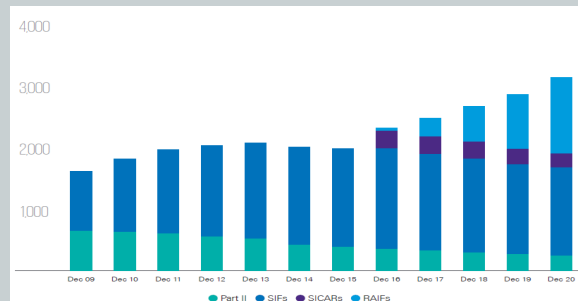
La répartition par nombre de véhicules (Graphique 20) souligne l'importance des RAIF et des SCS(p), soit 58 % du nombre de fonds. Les véhicules institutionnels ayant des encours plus élevés, le poids des fonds peu ou pas régulés est probablement plus significatif en montant.

Graphique 20 : Véhicules de *private equity* luxembourgeois (nombre de véhicules, 2021)



Source : LPEA. Note : Non soumis au régime juridique produit du Luxembourg.

Graphique 21 : Nombre de FIA recensés (hors SCS/SCSp)



Source : KPMG (2020).

2.2 Une industrie souvent mal connue, en phase de croissance et d'évolution rapide

2.2.1 Les informations disponibles concernent surtout des sociétés de gestion cotées

En dépit de sa représentation par des associations professionnelles historiquement implantées, et de la visibilité liée à la cotation en bourse des plus gros acteurs mondiaux⁷⁸, l'industrie du *private equity* reste souvent mal connue⁷⁹. En Europe, par exemple, le *reporting* d'AIFMD – une directive qui concerne pourtant au premier chef les gérants de fonds – et les rapports statistiques qui en sont issus⁸⁰, sont centrés sur les produits et les stratégies mises en œuvre. Ils ne forment pas de vues sur les acteurs, la démographie de la population, sa structure (géographique, par catégorie, taille, etc.), sa rentabilité⁸¹. Certaines estimations de chercheurs font certes état

⁷⁵ Les fonds couverts incluent des fonds de dette (20 %), d'infrastructures (13 %) et des fonds de fonds (20 %). LBO (28 %) et VC (19 %) constituent donc moins de la moitié des fonds.

⁷⁶ Deux tiers des GP sous revue sont agréés comme AIFM contre la moitié il y a 3 ans.

⁷⁷ La LPEA note : "14 % have a minimum part of their structures as non-AIF which in most cases is represented as SPVs".

⁷⁸ Apollo, Blackstone, Blue Owl, Carlyle, KKR et TPG font par exemple l'objet d'un suivi d'analystes financiers (cf. e.g. par [PitchBook](#)).

⁷⁹ En France, les sociétés de gestion font un reporting annuel à l'AMF via une fiche de renseignements annuelle (FRA) – collectant des informations statistiques sur les SGP (e.g. sur leurs effectifs, indicateurs financiers, fonds propres, activités accessoires, localisation des succursales et bureaux de représentation, catégories d'investisseurs, mode de distribution, rémunérations variables, encours sous gestion) et un rapport annuel de contrôle (RAC) sur leur dispositif de contrôle. Ces informations sont notamment exploitées dans le [Rapport annuel de l'AMF](#) et dans les [Chiffres clés de la gestion d'actifs](#). Cette source pourrait permettre de prolonger la présente analyse avec un focus sur la France.

⁸⁰ Cf. e.g. ESMA (2022); EU Alternative Investment Funds; ESMA Annual Statistical Report.

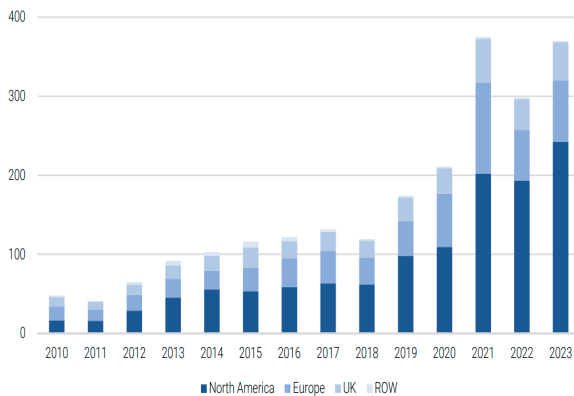
⁸¹ Les [Chiffres-clés de la gestion d'actifs](#) française de l'AMF illustrent la forme que pourrait prendre un suivi en la matière. À défaut de définition réglementaire "positive", il s'agirait avant tout de caractériser les activités – les "métiers" – du *private equity*, à la jonction des statuts de promoteur, d'investisseur, de gérant de portefeuille, de conseil, de financement de l'endettement, sans compter les multiples services annexes souvent externalisés (juridique, dépositaire, etc.) et d'identifier les entités les conduisant. Un croisement avec les entités supervisées – e.g. en Europe les AIFM – serait particulièrement éclairant.

d'importants profits de l'industrie perçus par un nombre réduit d'individus⁸², en l'occurrence aux États-Unis, mais les investigations et débats politiques⁸³ attestent les limites de l'information disponible⁸⁴.

Certaines indications sont données par des consultants. Preqin, par exemple, dans des rapports commercialisés auprès des praticiens de l'industrie⁸⁵, dénombre globalement 3 085 cabinets juridiques en finance privée, 1 896 agents de placement en capitaux privés, 677 administrateurs de fonds en capital privé, 4 236 gestionnaires de fonds de capitaux privés en cours de levée de fonds.

Des indications précises et comptables sont aussi données sur les sociétés de gestion de *private equity* cotées, qui incluent des acteurs majeurs du secteur (Tableau 8). Leur capitalisation boursière a crû fortement ces dernières années (Graphique 22, Tableau 7) et s'élevait à 369,6 milliards de dollars au 31/07/23. On note ici que l'indice LPX 50 des principales sociétés de gestion de *private equity* se négociait fin juillet 2023 près de 21,5 % en dessous de la valeur de ses actifs (*ratio price to book* inférieur à 1), contre une surcote de près de 20 % entre 2003 et 2007.

Graphique 22 : Capitalisation boursière des sociétés de gestion de *private equity* cotées (mds EUR)

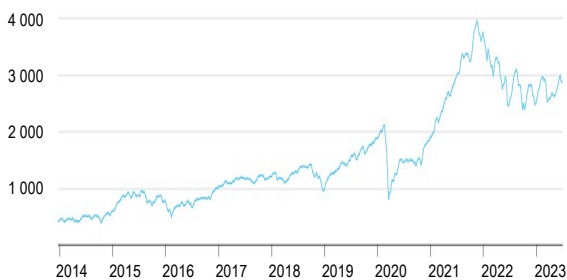


Source : LPX AG Listed Private Equity Barometer; 31/10/22.

Tableau 7 : Allocation par style d'investissement et géographique

Investment Style Allocation	
Direct Private Equity	39.22%
Direct Private Mezzanine	40.20%
Private Equity Fund Manager	11.76%
Private Equity Fund of Funds	8.82%
Total	100.00%
North America	62.30%
Europe	26.48%
UK	7.95%
RoW	3.27%
Total	100.00%

Graphique 23 : Indice du *private equity* coté (Total Return)



Source : LPX AG Listed Private Equity Barometer; 31/07/232.

Tableau 8 : 10 plus grosses capitalisations de l'indice LPX 50

Top 10 Companies by Weight in the LPX50	Weight
Partners Group Holding Ag	8.55%
Blackstone Group Inc	7.84%
Apollo Global Management Inc	7.43%
KKR & Co Inc	7.42%
3i Group PLC	7.36%
EQT AB	5.29%
The Carlyle Group Inc	4.65%
Ares Capital Corp	4.31%
Ares Management Corp	4.30%
FS KKR Capital Corp	3.55%

⁸² Selon Phalippou L. (2020) "the estimated total performance fee (Carry) collected by (...) PE funds is estimated to be \$ 230bn, most of which goes to a relatively small number of individuals. The number of private equity multibillionaires rose from 3 in 2005 to 22 in 2020". Des milliardaires du *private equity* sont identifiés par les *media* (e.g. Forbes ; "The 25 richest people in private equity", Business Insider, 02/03/16).

⁸³ Cf. e.g. débats menés sous l'égide de la chambre des communes britannique (*House of Commons Treasury Committee* (2007)) et de la chambre des représentants des États-Unis (U.S. HR FSC (2019a,b)).

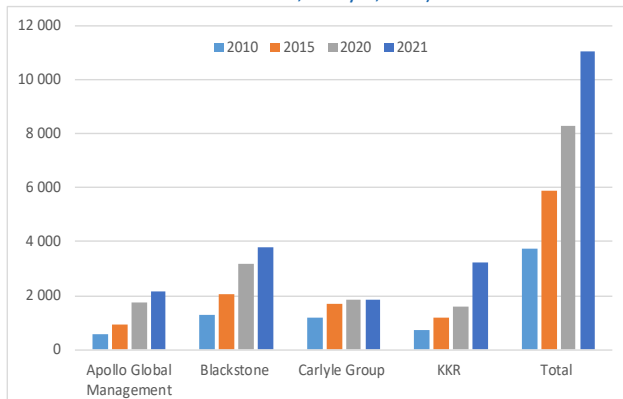
⁸⁴ En Europe, l'article 22 d'AIFMD exige une mention dans les rapports annuels de gestion des rémunérations fixes et variables des différentes catégories de personnel de la SGP. Y figurent entre autres : le montant total des rémunérations pour l'exercice, ventilé en rémunérations fixes et variables versées par le gestionnaire à son personnel, le nombre de bénéficiaires, et, le cas échéant, l'intéressement aux plus-values (carried interest) versé par le FIA; le montant agrégé des rémunérations, ventilé entre les cadres supérieurs et les membres du personnel du gestionnaire dont les activités ont une incidence significative sur le profil de risque du FIA.

⁸⁵ Preqin Ferguson Partners (2022) Private Capital Compensation and Employment Review.

Des indices boursiers⁸⁶ identifient les principaux acteurs (américains) parmi eux. Ils indiquent une performance élevée sur les 20 dernières années (cf. e.g. Tableau 7, Graphique 23), avec une cyclicité marquée, caractérisée en l'occurrence par des corrections prononcées en 2007-2008 et depuis 2020.

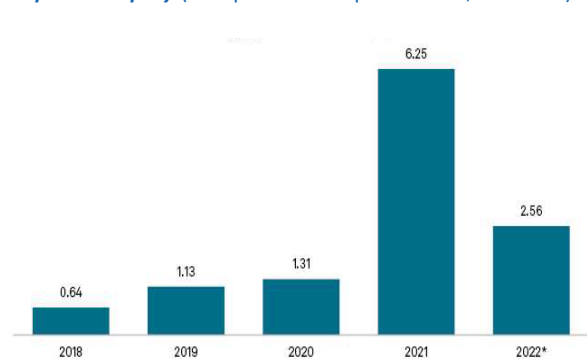
Le nombre d'employés des principales sociétés de gestion de *private equity* cotées était traditionnellement faible comme l'atteste l'historique du nombre d'employés des "Big 4" (Apollo, Blackstone, Carlyle, KKR, Graphique 24) mais leur croissance s'est fortement accélérée et le réseau social LinkedIn recenserait 275 000 personnes indiquant le *private equity* comme leur industrie principale⁸⁷. Si les évolutions reflètent en partie une consolidation du secteur attestée par un montant inédit d'opérations de fusion-acquisition en 2021 (Graphique 25), la croissance du secteur est aussi organique. De fait, on observe une poursuite de l'augmentation du nombre de sociétés de gestion, notamment liée à des projets entrepreneuriaux – vecteur de croissance de l'emploi du secteur. En France, par exemple, les sociétés de gestion portant des projets relatifs au capital investissement et aux infrastructures, ont représenté 38 % des agréments réalisés par l'AMF en 2021, tirant la dynamique de croissance du nombre de sociétés de gestion en France⁸⁸. 52 % de ces agréments concernaient des projets entrepreneuriaux.

Graphique 24 : Nombre d'employés des "Big 4" (Apollo, Blackstone, Carlyle, KKR)



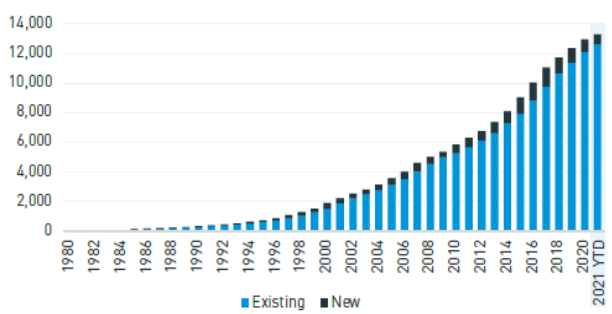
Source : Macrotrends.net, AMF.

Graphique 25 : Acquisitions par les sociétés de gestion de *private equity* (Europe et Amérique du nord, mds USD)



Source : S&P Global. Notes : au 22/06/22, VC compris.

Graphique 26 : Nombre de sociétés de gestion de *private capital* en activité



Source : Preqin Pro

Source : Preqin. Note : par millésime du 1^{er} fonds levé. Inclut les sociétés gérant des *separate managed accounts*

Graphique 27 : Cours des actions des "Big 4" (01/01/18 = 100)



Source : Datastream, AMF.

⁸⁶ E.g. les indices LPX 50, Red Rocks Global Listed Private Equity, S&P Listed Private Equity sont sous-jacents d'ETF. MSCI PIMFA Private Investor et FTSE Private Investor sont moins spécifiquement sur le *private equity*.

⁸⁷ De nombreux facteurs biaisent cette estimation (biais déclaratif), LinkedIn ne couvrant en principe pas toute l'industrie et servant surtout à chercher un emploi. À défaut de plus d'information, Phalippou L. (2020) fait sur cette base une hypothèse de 100 000 personnes.

⁸⁸ Cf. section Suivi des acteurs, p. 65 du [Rapport Annuel de l'AMF 2021](#). Les [Chiffres-clés de la gestion d'actifs en 2020](#) ajoutent certains éléments d'information sur les sociétés de gestion de capital investissement de droit français.

2.2.2 Transformations : expansion, concentration, innovation et complexification

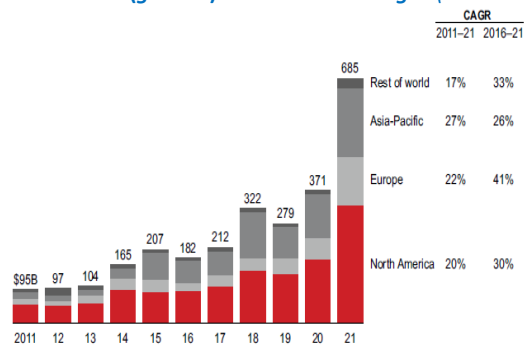
Au-delà des caractéristiques de l'industrie précédemment évoquées, plusieurs éléments attestent une évolution des métiers du *private equity*. D'une part, la nature des services de gestion évolue. Les gammes de produits se déclinent plus systématiquement et continûment entre fonds de VC et de LBO, avec l'émergence des fonds Growth, et une extension à d'autres types de gestions de finance privée – i.e. de fonds de dette, immobiliers, d'infrastructures. D'autre part, la gestion des *cash flows* et des besoins spécifiques des LP (notamment leur demande de liquidité) induit un recours à des opérations de financement (e.g. *bridge financing*⁸⁹), de refinancement (e.g. *secondaries*⁹⁰), et à de multiples outils attestant une complexification des techniques de gestion.

2.2.2.1 Émergence des fonds Growth : un continuum entre VC et LBO

Au sein du *private equity*, les fonds de croissance (*Growth*), intermédiaires entre VC et LBO⁹¹, ont émergé au cours des dernières années, leurs encours croissant de 47,3 % en 2021 (+194,5 % depuis 2018). Cette catégorie de fonds représente ainsi désormais presque la moitié des encours sous gestion du VC à l'échelle mondiale (1 218 milliards vs. 2 578 milliards en 2022, Graphique 1) avec des proportions similaires aux États-Unis (494 milliards vs. 1 068 milliards) et en Europe (109 milliards vs. 201 milliards).

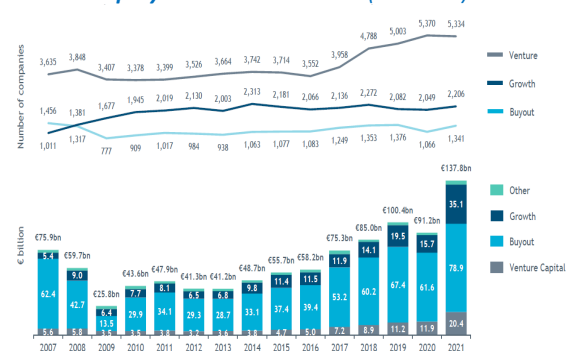
En France, l'émergence des fonds *growth* s'est ajoutée à la croissance prononcée du VC (capital développement), Ce segment s'est particulièrement développé en Asie, qui concentrait 43,1 %⁹² des encours des fonds Growth au niveau mondial en 2022, alors qu'elle comptait pour 28,4 % des encours globaux de *private equity*. La croissance du segment *Growth* est par ailleurs attestée par celle de l'activité, comme le montre l'évolution des montants des transactions réalisées par ces fonds (Graphique 28).

Graphique 28 : Montant des transactions réalisées par les fonds de croissance (*growth*) et de VC "late stage" (mds USD)



Source : PitchBook, Bain.

Graphique 29 : Montants d'investissements du *private equity* et nombre de fonds (mds EUR)



Source : Invest Europe. NB: "Other" inclut les fonds de retournement/sauvetage et remplacement.

2.2.2.2 Développement d'activités connexes (crédit, immobilier, infrastructures, SPAC)

- Développement des fonds de dette

Les fonds de dette se sont développés suite au retrait des banques du marché des prêts à effet de levier durant la grande crise financière (e.g., en Europe, celui de Royal Bank of Scotland, alors premier prêteur au LBO)⁹³. Selon

⁸⁹ Recours par le fonds à des lignes de crédit de court terme pour financer les opérations courantes, cf. 3.2.3.

⁹⁰ Opérations permettant aux fonds de céder leurs parts à d'autres fonds.

⁹¹ Le *growth equity* finance des entreprises plus matures et de taille plus importante que le VC. Les sources de rendement attendues sont en principe liées à la capacité des firmes à faire croître leur échelle de production, avec des risques d'exécution et de management, là où le VC vise avant tout un lancement profitable de produits ou services commercialement viables dans de nouveaux marchés, ce qui est en général plus risqué. Le GE tend à investir pour des durées de 3-7 ans inférieures à celles du VC (5-10 ans).

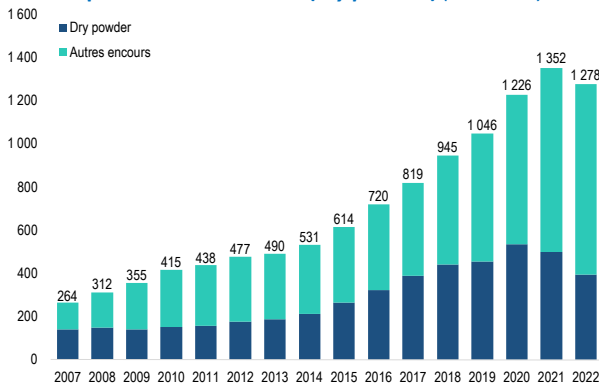
⁹² Ce ratio était de 51,4 % en 2021, ce qui traduit une sensibilité de l'indicateur aux effets du change.

⁹³ Selon FSOC (2022), "Private credit, defined as direct lending by nonbanks to nonfinancial businesses, makes up a growing segment of nonfinancial business lending. Estimates place the size of the global private credit market at over \$1.2 trn as of year-end 2021, up from roughly \$600 bn five years earlier".

PitchBook⁹⁴, ces fonds ont levé 191,2 milliards de dollars en 2021, soit 12,1 % de plus qu'en 2020, près du pic historique de 201,7 milliards de 2017. Leur encours a atteint 1 293 milliards en 2021 (Graphique 30) et avoisine celui du VC aux États-Unis. Les stratégies d'investissement de ces fonds varient⁹⁵ mais se caractérisent avant tout par leur investissement en dette non cotée et/ou leur octroi de crédit. Cet essor a favorisé celui de certains acteurs sur ce segment de marché, notamment, parmi les "Big 4", d'Apollo et de Blackstone (Graphique 32, Graphique 34⁹⁶), mais aussi de nouveaux acteurs comme Elliott devenu en quelques années un important sponsor de fonds de finance privée, là où il se limitait initialement à des stratégies de *hedge fund* activiste.

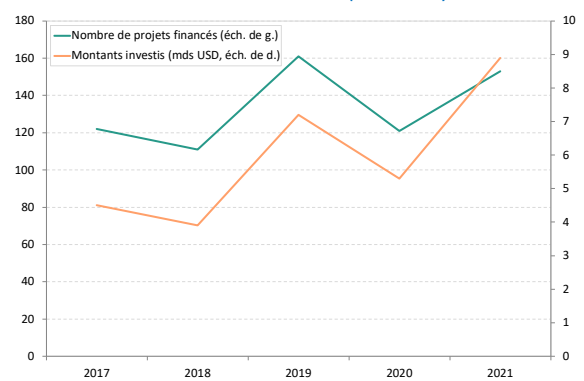
En France, ces fonds de dette prennent typiquement la forme de fonds professionnels spécialisés (FPS), de fonds professionnels de capital investissement (FPCI)⁹⁷ et d'organismes de financement (organismes de titrisation – OT – ou Organismes de Financement Spécialisé – OFS) susceptibles d'octroyer des prêts à des entreprises⁹⁸, des catégories de fonds d'investissement alternatifs qui permettent d'octroyer des crédits (origination)⁹⁹.

Graphique 30 : Fonds de dette privée –encours gérés et capitaux levés à investir (dry powder) (mds USD)



Source : PitchBook.

Graphique 31 : Activité des fonds d'infrastructure domiciliés en France (mds USD)



Source : France Invest.

⁹⁴ PitchBook; 2021 Annual Global Private Debt Report; 15/02/22. NB : de fortes variations des estimations d'encours de ces fonds, e.g. par McKinsey/Preqin (1 188 mds) et PitchBook (1 293 mds) à mi-2021, attestent probablement les différences de périmètre des données.

⁹⁵ Selon Munday S., W. Hu, T. True, J. Zhang (2018); Performance of private credit funds: A first look; The Journal of Alternative Investments 21-2, 31-51 les fonds de *private credit* "can include business development companies (BDCs), mezzanine funds, distressed funds, special situations funds, direct lending funds and various other strategies like structured credit vehicles or multi-credit strategy funds, among others. Definitions of private credit can also be expanded to include syndicated leveraged loan funds, venture debt and peer-to-peer lending platforms (...)". Fonds d'investissement soumis à l'Investment Company Act aux États-Unis, les BDC ont vocation à investir (au moins 70 % de leur actif) dans des PME de moins de 250 Mn USD de capitalisation. Ces véhicules font souvent recours à l'effet de levier et sont en général cotés en bourse.

⁹⁶ Les activités de crédit de Blackstone ont été l'un de ses principaux pôles de croissance.

⁹⁷ Les FPCI n'octroient en principe des prêts qu'à titre accessoire, e.g. de la dette mezzanine sous forme d'obligations convertibles.

⁹⁸ Possibilité introduite par l'art. 27 de la loi de finances rectificative de 2015 précisée par le décret 2016-1587 du 24/11/16. Les conditions d'exercice de l'activité d'octroi de prêt sont précisées par le code monétaire et financier (Art. L. 214-154 (FPS), 214-160 (FPCI), L. 214-169 dans la rédaction du 01/01/16 au 02/01/18 (OT), L. 214-175-1, V (OT) et L. 214-190-1, V (OFS) dans leur rédaction applicable depuis le 03/01/18, 214-203-1 à R. 214-203-9 (FPS), R. 214-206-1 (FPCI), R. 214-234 (OT) et R. 214-240-1 (OFS)), le règlement général de l'AMF et l'instruction AMF 2016-02 "Organisation des SGP pour la gestion de FIA qui octroient des prêts», du 27/06/16 mise à jour le 17/12/19.

Art. 423-36-2 à 423-36-4 applicables aux FPS et, sur renvoi de l'art. 423-56, aux FPCI et, sur renvoi de l'art. 425-A, aux OF.

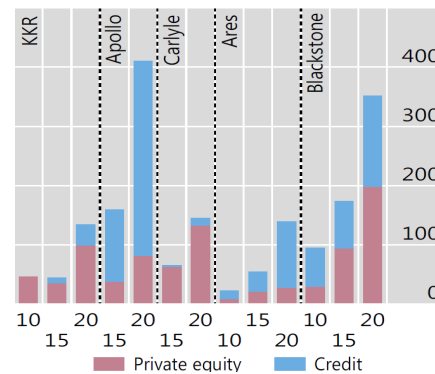
⁹⁹ Au terme des constats d'une série de contrôles SPOT, l'AMF a relevé que la qualité des dispositifs d'octroi de prêts de cinq SGP contrôlées varie, notamment selon les conditions d'intervention de ces sociétés sur cette classe d'actif. De manière générale, les processus de gestion sont présents, mais des voies d'amélioration sont identifiées, e.g. d'ajustement des procédures et de la traçabilité, voire de mise à niveau de pratiques au regard des exigences réglementaires. Synthèse des contrôles SPOT Octroi de prêts (27/10/21).

Tableau 9 : Caractéristiques qualitatives principales des prêts directs (direct lending)

Avantages	Risks
<ul style="list-style-type: none"> • Direct access to management teams can result in more in-depth due diligence • Greater flexibility to meet borrower specific needs • Opportunity to structure more attractive terms and conditions for lenders because of lack of competition (covenants, amortization, rate) • Ability to capture origination and prepayment fees as incremental sources of return 	<ul style="list-style-type: none"> • Lower liquidity • Greater price uncertainty • Higher credit risk inherent in small and mid-size companies • Greater structural complexity – harder to evaluate risks • Limited observable performance track-record to evaluate managers • Fund level leverage can obfuscate asset level returns and portfolio credit risk

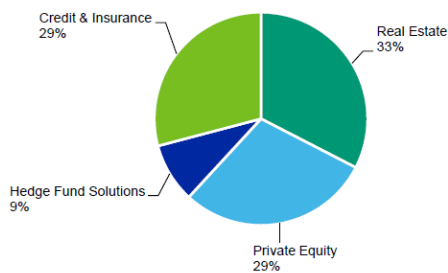
Source : Munday S., W. Hu, T. True, J. Zhang (2018); Performance of private credit funds: A first look; The Journal of Alternative Investments 21-2, 31-51.

Graphique 32 : Encours des fonds de *private equity* et *private credit* des principales sociétés de gestion (mds USD)



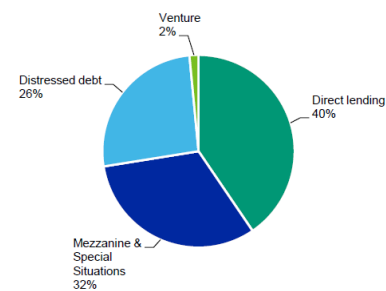
Source : Aramonte S., F. Avalos (2021). NB : Crédit :private credit quand déclaré séparément, total des activités de crédit sinon.

Graphique 33 : Structure des 915,5 milliards de dollars d'encours gérés par Blackstone (au 31/03/22)



Source : Blackstone, Moody's (2022a).

Graphique 34 : Structure du *private credit* (au 30/06/21)



Source : Moody's (2022b).

• Développement des fonds d'infrastructures et de ressources naturelles

En 2022, à l'échelle mondiale, les fonds d'infrastructure et de ressources naturelles ont aussi établi des records de collecte (158 milliards de dollars)¹⁰⁰ alors que les transactions chutaient depuis leur record de 2021 (446 milliards de dollars). Tirée par les marchés de matières premières, leur performance a contribué à porter leurs encours à 1 273 milliards de dollars à mi-2022 (+14,0 %, après +28,3 % en 2021) (Graphique 1). Les fonds d'infrastructure évoluent notamment sous l'effet de deux tendances. L'une a trait aux allocations sectorielles, les critères ESG et technologiques jouant un rôle croissant. En 2021, 50 % des volumes de transactions ont été dédiés aux énergies alternatives et technologies de l'information vs. 30 % en 2007. Par ailleurs, le concept d'infrastructure s'étend à de nouveaux secteurs, parfois "non-conventionnels" (*cleantech*, *infratech*, fourniture de services, unités de soins médicaux modulaires, systèmes de sécurité aéroportuaires, etc.). L'autre évolution concerne l'industrie, les gérants spécialisés faisant place aux principaux acteurs du *private equity*, qui visent une clientèle institutionnelle plus large, avec l'attente de rendements plus élevés et à plus court terme.

¹⁰⁰ Cette croissance des fonds levés a été particulièrement prononcée en Europe.

Tableau 10 : Prévisions d'allocation d'actifs par les investisseurs institutionnels en 2022

Alternatives	Increase	No Change	Decrease
Infrastructure	53 %	44 %	3 %
Private Debt	43 %	48 %	9 %
Private Equity	41 %	50 %	9 %
Absolute Return Strategies	34 %	55 %	11 %
Real Estate / REITs	33 %	52 %	7 %
Cryptocurrency	28 %	62 %	10 %
Other	25 %	75 %	NA
Commodities	23 %	66 %	11 %
Gold/Precious Metals	22 %	67 %	11 %

Source : Natixis IM (2022) *Global Institutional Investor Outlook. Enquête CoreData Research en 21T4 auprès de 500 investisseurs institutionnels de 29 pays d'Amérique du nord/latine, Asie, Europe et Proche Orient.*

En France, promus par une industrie concentrée (38 sociétés de gestion), les fonds d'infrastructures ont, selon France Invest, collecté 17,2 milliards d'euros en 2021, à comparer à une dizaine en moyenne ces 4 dernières années (5 en 2020) (Graphique 31).

- **Développement des SPAC**

Le développement des SPAC est distinct mais connexe de celui du *private equity*. Une complémentarité particulière ressort lorsque les fonds de *private equity* trouvent des opportunités de cession d'actifs sur les marchés boursiers. L'Encadré 3 précise la nature des liens entre ces types d'activités¹⁰¹.

Encadré 3 : SPAC et *private equity* Cotés en bourse, les SPAC ressortent de prime abord comme complémentaires du *private equity* : en acquérant et cotant ses participations, ils lui permettent de désinvestir, i.e. de sortir en capital par absorption (*initial business combination* ou IBC) des sociétés cibles. De fait, au premier semestre 2021, 16 % des sorties de *private equity* ont eu lieu via des SPAC (source : EY), soit 84 milliards de dollars de cessions (Bain & Co)¹⁰². En Europe, sur la même période, 66 cotations de sociétés détenues par des fonds de *private equity* via des SPAC ont levé 72,7 milliards d'euros (soit deux fois plus qu'au cours de la même période de l'année précédente).

Pour autant, la gestion de SPAC s'apparente aussi à maint égard à celle de fonds de *private equity*.

Juridiquement sujette à débat, leur qualification comme FIA oppose deux arguments. Le SPAC peut être en principe considéré comme "organisme de placement collectif" (...) "levant des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs" selon une "politique d'investissement définie" (AIFMD Art. 4 §1(a)). Toutefois si, contrôlés par leurs investisseurs, ils ont un but commercial propre, à défaut de "politique d'investissement définie", ils sont considérés comme des "*holdings*" exemptées des dispositions d'AIFMD (Art. 2 §3(a)).

Économiquement, l'opérateur du SPAC fournit un service d'identification/sélection/acquisition de cibles non cotées analogue à celui d'un gérant de fonds (secondaire) de *private equity* en phase d'investissement. On identifie sur la base de Debevoise & Plimpton (2017), pour un gérant de *private equity*, les motifs de sponsoriser un SPAC suivants : i) acquérir 20 % du SPAC post-IPO (*promote*) et réaliser des gains potentiels post-IBC ; ii) refinancer des actifs de *private equity* sur les marchés boursiers (sortie en capital) tout en limitant les risques de marché (par rapport aux IPO) et l'incertitude sur le prix ; iii) fournir aux investisseurs du SPAC une liquidité indisponible sinon ; iv) co-investir e.g. en parallèle de fonds de *private equity*, avec moins d'effet de levier et plus de fonds propres ; v) acquérir des cibles plus importantes ou s'affranchir de contraintes statutaires des fonds (e.g. objectifs de taille du fonds, contraintes sectorielles, etc.).

Il est en pratique reconnu que "*Les sponsors (...) de SPAC (...) sont généralement des entrepreneurs ou des sociétés de capital-investissement (private equity) bien connus. Blackstone, Apollo, TPG Capital et plusieurs autres sociétés de private equity de renom ont toutes joué un rôle de sponsors. (...), le rôle de sponsor est aujourd'hui de plus en plus assumé par des sociétés professionnelles*" (Zukova V. (2022)).

En particulier si elles sont menées simultanément à de la gestion de *private equity* les activités d'un sponsor de SPAC créent des conflits d'intérêts : "*LPs, have questioned whether SPACs can distract private equity managers from focusing on their fund's core investment strategy, with many buyout groups using the same teams internally. To allay their concerns, some private equity funds are considering ways in which they can share the upside with their investors, by placing a SPAC inside of their funds, or by negotiating a co-investment with the shell company, an EY report in April noted*"¹⁰³.

Deux points ont cristallisé les conflits d'intérêt des promoteurs de SPAC : l'opacité et l'importance des frais de gestion des SPAC d'une part, la valorisation de leurs acquisitions de l'autre (Klausner et al. (2022) ; Gahng et al. (2021), de Juvigny B. (2021), Grillet-Aubert L. (2021)). Pour les SPAC comme pour les opérations secondaires de *private equity*, des valorisations très élevées ont induit des pertes systématiques et importantes des investisseurs en SPAC, notamment post-IBC aux États-Unis (Klausner et al. (2022) ; Gahng et al. (2021)).

¹⁰¹ Sur les SPAC, cf. e.g. [Cartographie des marchés et des risques de l'AMF de 2022](#) (section 1.2.3) et [Grillet-Aubert L. \(2021\)](#).

¹⁰² Cf. *Private Equity News*; Private equity keeps the SPAC train running; 23/08/21.

¹⁰³ Cf. aussi *Private Equity News*; Private equity keeps the SPAC train running; 23/08/21.

2.2.2.3 Complexification des opérations

La réduction du rythme des clôtures de fonds de *private equity* observée malgré les niveaux élevés de valorisation trouve plusieurs explications possibles telles que l'attente de performances supérieures à celles qui sont réalisables à court terme ou la difficulté à trouver des relais de financement sur les marchés primaires d'actions¹⁰⁴. En tout état de cause, elle est concomitante¹⁰⁵ d'une croissance significative des refinancements de fonds par des fonds secondaires (*continuation funds*)^{106,107} (Graphique 35 et Graphique 36), des opérations qui se limitaient jusqu'alors souvent au transfert spécifique à un nouvel investisseur de parts de fonds (et droits et engagements associés) d'un investisseur existant (*Limited Partner* ou LP). Si ces opérations (*secondaries*) permettent aux LP de liquider tout ou partie de leurs participations, et donc de satisfaire une demande, elles traduisent aujourd'hui aussi la volonté des gérants (*General Partners* ou GP) de céder des portefeuilles dans leur totalité et leurs besoins de refinancement et de liquidités. Elles s'accompagnent généralement d'une complexification des transactions¹⁰⁸, souvent assorties de restructurations de portefeuille et de cessions d'actifs (*strip sales*), de la mise en place de structures de refinancement (e.g. *preferred equity*), ou prenant une forme hybride dans laquelle la vente par le GP à un nouvel LP de participations dans un fonds existant est concomitante à l'engagement dudit LP à investir dans un nouveau fonds (*stapled sales*). Par exemple, les structures de *preferred equity* permettent de lever des fonds auprès de certains investisseurs en contrepartie de participations en capital préférentielles, c'est-à-dire *senior* par rapport aux actions ordinaires des LP, et donnant droit à un rendement préférentiel assis sur la détention d'un portefeuille ou de certains actifs précis.

Pour optimiser leur gestion de la liquidité, les fonds tendent à recourir au *bridge financing*¹⁰⁹. Ces lignes de crédit de court-terme¹¹⁰ satisfont des besoins de trésorerie et se substituent transitoirement aux levées de capital auprès des LP. Cette pratique s'est généralisée avec un allongement de la durée des crédits¹¹¹, et la "créativité" des prêteurs, de plus en plus des fonds de dette privée, a été décrite¹¹² (cf. discussions en section 3.). Ces différentes opérations peuvent induire des arbitrages porteurs de conflits d'intérêts, e.g. concernant la valorisation des actifs cédés, l'allocation des produits de cessions d'actifs entre investisseurs sortants et restants, et la rémunération des gérants (cf. 3.3)¹¹³. Plus généralement, le développement des opérations secondaires prolonge la durée de détention des fonds de *private equity*, ce qui est de nature à réduire les espérances de rendement si, par exemple les nouveaux fonds reprennent des actifs à des niveaux de valorisation déjà élevés¹¹⁴. À l'inverse, la plus grande maturité des cibles est de nature à réduire le risque afférent.

¹⁰⁴ La cartographie des marchés et des risques de l'AMF a de façon récurrente souligné l'importance du phénomène d'attrition de la cote. L'édition de 2020 (Chapitre 1) montre que cette attrition s'est accentuée pendant la crise du Covid, en France et en Europe (cf. 4.3).

¹⁰⁵ En France, toutefois, la gestion de la fin de vie des fonds ouverts aux particuliers n'a pas induit un recours accru aux *continuation funds*.

¹⁰⁶ En ce cas, les actifs d'un fonds existant sont transférés à un nouveau fonds (*continuation fund*), en général géré par le même GP. Les LP du fonds préexistant ont l'option temporaire de vendre tout ou partie de leurs participations dans le fonds à d'autres LP, existants ou nouveaux. Le fonds créé prolonge ainsi l'existence du portefeuille initial en en modifiant le cas échéant la base d'investisseurs. D'autres types d'opérations secondaires se sont aussi développés (IOSCO (2023)). On distingue notamment les transactions secondaires à l'initiative du LP (*LP-led*) de celles à l'initiative du GP (*GP-led*), de plus en plus fréquentes.

¹⁰⁷ On observe aussi une forte concentration des *secondaries* dans un nombre limité d'opérations de grande taille (Graphique 35).

¹⁰⁸ Clifford Chance (2019, 2020); Decoding the secondary market-Part I, II, III & IV.

¹⁰⁹ Le *bridge financing* est en général sécurisé par l'investissement des LP. D'autres formes de financement des fonds (e.g. *preferred equity*) peuvent être sécurisées par les investissements en portefeuille (PitchBook (2020), Oaktree Capital (Marks H. (2017))).

¹¹⁰ En principe de 3 mois, mais en pratique souvent plus long. Selon Oaktree Capital (Marks H. (2017)) cité par Ivashina V., B. Vallée (2020), en général le crédit "*must be repaid in the early or middle part of the fund's life (unless extended), although terms are beginning to lengthen*". En Europe, AIFMD prohibe l'utilisation de crédits de plus de 12 mois (sinon le fonds est requalifié de fonds à effet de levier). En pratique, "*la banque consent une uncommitted facility de court terme (12 mois) renouvelable pendant la période d'investissement des fonds, sur la base d'un pricing de 150 à 200 pb payables lors du remboursement de la ligne (et non tous les 3 mois, comme c'est classiquement le cas). Du fait de la durée inférieure à 1 an et du caractère "uncommitted" de l'equity bridge financing (EBF), l'établissement prêteur n'a pas à porter la ligne dans son bilan et est ainsi en mesure d'offrir un pricing attractif (à la fois concernant la marge et les commissions d'arrangement). Pour déterminer le montant qu'elle est disposée à prêter et fixer ainsi un coverage ratio (i.e. rapport entre le quantum de la facilité et les engagements d'apport pris par les LP), la banque étudie scrupuleusement la qualité des souscripteurs (rating, etc.) et donc les risques de défaut attachés. Sur cette base, les commitments doivent couvrir en général environ 150 % du montant de l'equity bridge*". "L'EBF : un outil puissant et efficace pour gérer les appels de capitaux" Les Echos 22/09/14.

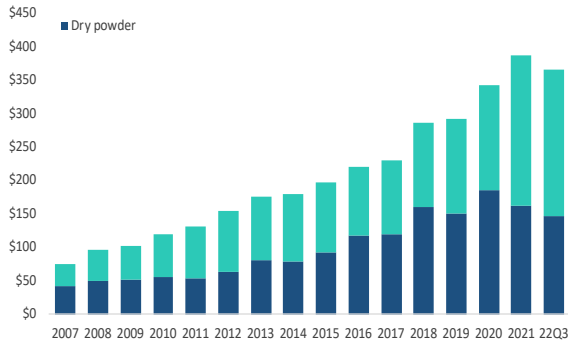
¹¹¹ En Europe, elle reste cependant en général inférieure à un an.

¹¹² Cf. e.g. "Bridge Financing and Facilities in Private Equity"; Majumder B., Frost Brown Todd; 16/12/21.

¹¹³ Clifford Chance et certains représentants de l'industrie font état d'un débat sur le sujet.

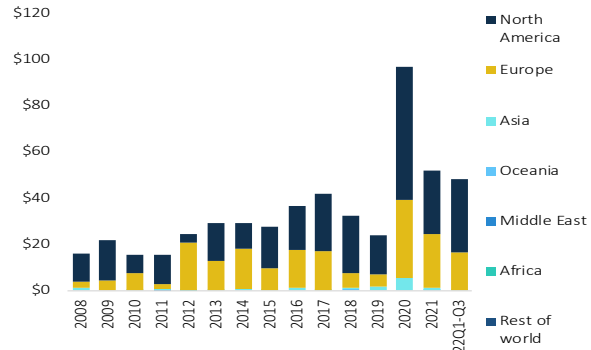
¹¹⁴ Le recours accru à ces opérations a été décrié par des acteurs de l'industrie, certains parlant même de schéma de Ponzi (cf. e.g. Private equity vs. holdings cotées (Alpha Value) ; Zone Bourse ; 26/07/19 ; Amundi warns that parts of private equity market resemble 'Ponzi schemes' ; Financial Times ; 01/06/22 ; Private equity may become a 'pyramid scheme', warns Danish pension fund ATP ; Financial Times ; 20/09/22.

Graphique 35 : Montants de transactions de *private equity* secondaire (mds USD)



Source : PitchBook (2023).

Graphique 36 : Levées de capital des fonds secondaires (mds USD)



Source : PitchBook (2023).

2.2.2.4 Une intégration "verticale" croissante, notamment avec le secteur de l'assurance

Depuis plus d'une décennie, avant tout aux États-Unis, les firmes de *private equity* ont entrepris d'acquérir des sociétés d'assurance – et de réassurance. Ceci accroît leurs encours sous gestion, leur permet de se financer de façon régulière et prévisible¹¹⁵, et accessoirement de percevoir de multiples commissions et revenus connexes¹¹⁶. Les sociétés d'assurance en recherche de rendement – sous contraintes de passif en contexte de taux d'intérêt bas¹¹⁷ – y ont trouvé notamment : i) des sources de rendement (donc aussi de risque) pour leurs placements ; ii) l'opportunité d'alléger leurs charges en capital (cf. ci-après) ; iii) des sources d'économie d'échelle, dès lors que cette tendance consolide le secteur. Selon NAIC (2022), fin 2021, les assureurs américains¹¹⁸ détenus par des firmes de *private equity* cumulaient 472 milliards de dollars d'actifs, en hausse de 37 % par rapport à 2019, le décuple de 2011¹¹⁹. Ceci ne représentait que 6 % des 8 trillions de dollars du secteur de l'assurance aux États-Unis, mais l'importance des liens entre *private equity* et assurance est soulignée aussi par le fait que : i) les cinq plus grandes sociétés de capital-investissement (par la taille des encours gérés) détiennent des participations dans l'assurance-vie représentant 15 à 50 % du total de leurs encours sous gestion¹²⁰ ; ii) les rapprochements se font aussi par prise de participations minoritaires (e.g. via des SPV)¹²¹ ou des partenariats¹²² ; iii) les spécialistes prédisent une poursuite du rapprochement de ces industries, qu'atteste le rythme des opérations en cours et projetées¹²³.

Il a résulté de cette tendance une prise de risque croissante, dont témoigne une hausse marquée des investissements de long terme et des investissements obligataires non traditionnels des sociétés d'assurance concernées (ABS, RMBS et CMBS privés, dettes structurées) aux États-Unis^{124,125}. Certains assureurs américains, tirant parti d'un arbitrage réglementaire, ont localisé leurs activités aux Bermudes – juridiction qui bénéficie de

¹¹⁵ McKinsey (2022b) met en avant ici un concept de "capital permanent".

¹¹⁶ EY note "un grand nombre de synergies" dans ces opérations de rapprochement. Blackstone souligne les bénéfices de l'acquisition de Resolution Life par le groupe. Selon McKinsey (2022b), "For some public carriers, these transactions have generated near-instantaneous expansion of their price-earnings multiple".

¹¹⁷ À cet égard, il convient notamment d'identifier les actifs relatifs aux gestion de fonds de pension et leur nature (DC vs DB).

¹¹⁸ Selon McKinsey (2022b), "Such investors now own over USD 900bn of life and annuity assets in Western Europe and North America".

¹¹⁹ Best (2021), McKinsey (2022b).

¹²⁰ McKinsey (2022b). Dans une optique centrée sur la détention de CLO par les assureurs, Risk.net; KKR, Ares and the Bermudan arbitrage; 14/03/22 souligne l'acquisition d'Athene par Apollo, (d'une majorité du capital) de Global Atlantic par KKR et d'Aspida (anciennement F&G Reinsurance) par Ares Management.

¹²¹ E.g. Calyle détient 10 % du SPV acquéreur (pour 2,1 mds d'USD) de Fortitude en 2021, Blackstone 6 % de celui qui a acquis Resolution Life.

¹²² Cf. S&P Market Intelligence (2023).

¹²³ Cf. e.g. S&P Market Intelligence (2023), McKinsey (2022b).

¹²⁴ RMBS, CMBS, CLO, ABS : des véhicules de titrisation adossé respectivement à des créances d'immobilier résidentiel, d'immobilier commercial, d'entreprises, et autres créances non-monétaires.

¹²⁵ Cf. NAIC (2022).

régimes d'équivalence réglementaire¹²⁶- les charges en capital y étant similaires pour les CLO et les obligations corporate, et les rendements excédentaires des CLO pouvant être utilisés pour réduire leurs passifs. Il se trouve que ces dispositions ont surtout profité à des assureurs détenus par le *private equity*, leurs sociétés d'assurance investissant davantage en CLO (lesquels refinancent d'ailleurs surtout la dette d'entreprises cibles du *private equity*) que les acteurs traditionnels du secteur. Des questions se posent aussi sur la supervision des risques posés. Dans ce contexte, le Comité aux Affaires Bancaires, Immobilières et Urbaines du Sénat américain a demandé un rapport d'évaluation des stratégies d'investissement des assureurs contrôlés par le capital-investissement, de leur impact sur la protection des régimes de retraite et la capacité des autorités à évaluer et gérer les risques portés par ces assureurs. Les autorités de supervision (la NAIC¹²⁷) ont rendu compte des initiatives en la matière¹²⁸, mentionnant une maîtrise des risques concernés¹²⁹ mais aussi la poursuite d'investigations en cours sur le reporting des investissements, les actifs détenus et apportés en collatéral, le recours aux agences de notation et la mise en œuvre des directives sur le transfert des risques liés aux retraites. Le Comité sénatorial a demandé à la NAIC et au Federal Insurance Office de continuer à prioriser leurs travaux sur ces risques et de rendre compte à nouveau de leurs progrès.

Si une tendance au rachat de sociétés d'assurance par des fonds de *private equity* est aussi observée en Europe¹³⁰, elle reste beaucoup plus limitée, surtout en France, et de nature à revêtir des enjeux très différents¹³¹.

2.3 Un cadre réglementaire en évolution

2.3.1 AIFMD : le cadre européen pour les acteurs du *private equity*

En Europe, la directive AIFM¹³² s'applique aux gestionnaires de FIA, même hors de l'UE, sans condition de taille, dès lors que leurs FIA sont gérés ou commercialisés dans l'UE. Ceux qui gèrent moins de 500 mn d'euros (quand le fonds n'a pas de levier significatif et que ses investisseurs n'ont pas de droit de rachat les 5 premières années, sinon le seuil est à 100 mn d'euros)¹³³ sont néanmoins exemptés de la plupart des règles d'AIFMD, i.e. soumis à un simple régime d'enregistrement et de déclaration simplifiée¹³⁴. À un niveau plus granulaire, certaines dispositions d'AIFMD s'appliquent au niveau des fonds, notamment sur le levier et en matière de reporting. Ce dernier considère d'ailleurs plusieurs catégories de fonds de *private equity*.

¹²⁶ Équivalence accordée aux États-Unis en 2013, en 2015 en Europe. NB : en Europe les assureurs peuvent utiliser les rendements excédentaires des CLO pour réduire leurs passifs, mais les charges en capital sur ces produits en limiteraient fortement l'usage. Cf. Risk.net *op. cit.*

¹²⁷ Le Directeur Steven Seitz de l'Office fédéral des assurances du Trésor et la commissaire Kathleen Birrane de la Commission des Assurances du Maryland au nom de la NAIC, les assurances n'étant pas soumises à une supervision nationale, mais fédérale aux États-Unis.

¹²⁸ Mme. Birrane cite [13 considérations réglementaires](#) liées à la capacité des États à évaluer adéquatement les risques posés aux assureurs contrôlés par le capital-investissement et aux assureurs traditionnels présentant des caractéristiques similaires.

¹²⁹ Selon M. Seitz : (i) le risque de liquidité, (ii) le risque de crédit et d'inadéquation des fonds propres, (iii) les implications de la réassurance *offshore* et de l'interconnexion entre marchés de l'assurance aux États-Unis et aux Bermudes et (iv) les conflits d'intérêts potentiels.

¹³⁰ Cf. section 3.5 de la [Cartographie des marchés et des risques de l'AMF \(2023\)](#).

¹³¹ L'acquisition en France d'April par KKR en 2023 n'est pas représentative. Elle s'inscrit dans un contexte institutionnel très différent des États-Unis – e.g. d'intégration des secteurs de la banque et de l'assurance et de financement des retraites très différent.

¹³² [Directive 2011/61/UE du Parlement européen et du Conseil sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs](#) du 8/06/11 (AIFMD).

¹³³ En France, pour bénéficier de l'exemption d'agrément, il faut que :

- le gestionnaire se situe sous le seuil de 500-100 Mn EUR et ne propose pas le rachat sous moins de 5 ans ;
- s'adresse exclusivement à des clients professionnels au sens de la directive MIF (attribuer des parts de carried à ses équipes empêcheait par exemple le GP de bénéficier de cette disposition) ;
- ne gère aucun FIA dont la catégorie est nommée par le Code Monétaire et Financier forme et régulé par l'AMF (FPS, FPCI, etc.) donc ne gère que d'"Autres FIA" (structurés sous forme de sociétés commerciales classiques, e.g. SAS).

¹³⁴ En 2009, la [Commission européenne](#) anticipait que : "A threshold of €100 mn implies that roughly 30 % of hedge fund managers, managing almost 90 % of assets of EU domiciled hedge funds, would be covered by the Directive".

Encadré 4– Exigences d’AIFMD

Lors de son agrément, le gestionnaire doit détailler sa structure organisationnelle, son capital réglementaire, sa politique de rémunération, ses projections financières et informer sur les fonds qu’il prévoit de gérer.

● **Exigences** : AIFMD stipule en particulier l’obligation pour le gestionnaire (AIFM) :

- De recourir à un **dépositaire** pour vérifier la propriété des actifs du fonds, tenir ses registres, suivre sa trésorerie et remplir des fonctions de surveillance, e.g. s’assurer du paiement effectif des dividendes et du *carried interest*.
- D’établir une procédure indiquant les principales caractéristiques du mode de **valorisation des actifs**. Les politiques de valorisation sont revues au moins une fois par an et avant tout changement de stratégie d’investissement ou investissement dans un nouveau type d’actif. Plusieurs méthodes de valorisation sont envisagées, par exemple par référence à des prix (fermes) sur un marché actif, ou à l’aide de modèles d’évaluation validés par une personne indépendante et compétente (e.g. un auditeur). L’indépendance de l’évaluateur par rapport aux fonctions de gestion d’actifs se situe au cœur de ce dispositif.
- De divulguer les **rémunérations** dans les rapports annuels des FIA, en l’occurrence la rémunération totale versée par le gestionnaire à son personnel et le *carried interest* payé par le fonds, ainsi que la répartition de la rémunération totale entre fixe et variable¹³⁵.
- D’assumer la responsabilité du respect des règles de **délégation**, en l’occurrence de nommer les prestataires de services tels que les administrateurs, et conserver la responsabilité de l’exécution de leurs fonctions. Les règles de niveau 2 ([Art. 75](#)) précisent ces dispositions, i.e. les droits que l’AIFM doit conserver pour s’assurer du respect des règles par le délégataire et en cas de sous-délégation.
- D’assurer une **séparation fonctionnelle et hiérarchique des gestions de portefeuille et des risques**. Une fonction permanente de gestion des risques identifie, mesure et surveille tous les risques des stratégies d’investissement des FIA et ceux auxquels chaque FIA peut être exposé. Ces dispositions sont communes à l’ensemble des FIA. Des dispositions spécifiques limitent toutefois la prise en compte du levier des fonds de capital investissement (cf. 3.3) : "*Pour les fonds de placement privés et les fonds de capital-risque, notamment, (...) l’effet de levier qui existe au niveau d’une société de portefeuille n’est pas destiné à être inclus lorsqu’il est fait référence à ces structures financières ou juridiques*" (Considérant 78¹³⁶).
- **De gérer les conflits d’intérêt** : de s’assurer qu’aucune décision ne favorise un gestionnaire par rapport à un FIA, un FIA par rapport à un autre FIA, ou un investisseur par rapport à un autre investisseur. Cela requiert de dissocier les tâches et responsabilités incompatibles au sein des sociétés de gestion, une obligation de vigilance et de transparence renforcée par la mise en place de fonctions indépendantes d’évaluation et de gestion des risques.
- **D’éviter le démembrement d’actifs** (*asset stripping*) : les meilleurs efforts doivent être faits pour empêcher toute distribution, réduction de capital, rachat ou acquisition de ses propres actions pendant deux ans à compter de la prise de contrôle d’une société non cotée¹³⁷.
- **D’assurer une transparence** : fournir aux investisseurs de chaque FIA géré ou commercialisé dans l’UE un rapport annuel contenant un bilan (ou état de l’actif et du passif), un compte de revenus et dépenses (par année), le détail des activités de l’exercice et les rémunérations (fixe et variable) du personnel, de leurs bénéficiaires et du *carried interest* payé.
- **De satisfaire des obligations déclarative** (*reportings*) : satisfaire les exigences d’information sur l’AIFM et les FIA gérés, le profil de risque des FIA, leurs principales expositions et concentrations des risques, leur effet de levier et leur liquidité.

● **Révision d’AIFMD**

Dans le cadre de la **révision d’AIFMD** initiée en 2021 la Commission européenne a proposé des amendements notamment concernant :

- La **délégation** : de nouvelles exigences déclaratives et un rôle accru de l’ESMA dans la surveillance de la délégation, la clarification du nombre de personnes qui doivent être employées par l’AIFM ;
- Les règles d’**origination**/la liquidité des prêts : de nouveaux outils de gestion de liquidité des fonds ouverts ;
- Le **reporting** : des exigences supplémentaires de divulgation des frais ;
- Les **dépositaires** : la possibilité de recourir à un dépositaire situé dans un autre État membre.

Ces changements et de nouveaux amendements ont été discutés (trilogues). Le processus de révision de la directive a abouti à un accord politique le 19 juillet 2023, les spécifications techniques sont en cours, et la publication d’une version stabilisée du texte donc imminente.

Notons que l’agrément d’un gestionnaire de fonds par son autorité compétente nationale, et sa conformité aux exigences d’AIFMD – i.e. en matière de capitalisation, conservation et valorisation des actifs, transparence au régulateur et aux investisseurs, et rémunération – lui permettent de gérer et commercialiser des fonds dans

¹³⁵ NB : pour aligner l’intérêt des gestionnaires et des investisseurs, l’ESMA exige que des clauses de récupération (*clawback*) s’appliquent lorsque l’accord de rémunération fixe un seuil de rendement du capital à surmonter avant de verser un *carried interest* (*hurdle rate*).

¹³⁶ Pour les FIA dont la politique d’investissement principale consiste à acquérir le contrôle de sociétés/émetteurs non cotés, l’AIFM n’inclut pas dans le calcul de l’effet de levier l’exposition de ces sociétés/émetteurs dès lors que le FIA ou l’AIFM agissant pour son compte n’est pas garant des pertes au-delà de son investissement dans ces sociétés/émetteurs [Art. 6 du règlement délégué de décembre 2012](#).

¹³⁷ Cf. e.g. référence à l’article 30 d’AIFMD par Linklaters du 03/06/23.

l'ensemble de l'UE via un passeport unique, ce qui conduit certains gérants dont les fonds se situent sous les seuils prescrits, à opter néanmoins, volontairement, pour le statut de FIA (*opt-in*)¹³⁸.

AIFMD a permis d'inclure dans le périmètre réglementaire des fonds qui échappaient au cadre réglementaire, comme par exemple, les "1907 partnerships" irlandais¹³⁹. Pour autant, la spécificité des exigences d'AIFMD concernant le *private equity* – parmi les FIA définis de façon très large - est limitée : sa caractérisation (le *private equity* n'est pas positivement défini¹⁴⁰), et celle des stratégies de gestion en son sein (parmi lesquelles le LBO n'est pas identifié comme tel¹⁴¹) sont de fait laissées à la libre appréciation du déclarant. De même certaines formes de levier propres au *private equity* ne sont pas prises en compte – seul l'est celui situé au niveau du fonds *stricto sensu* (pas celui de l'ensemble de la structure d'investissement susceptible d'être mis en place pour acquérir les sociétés cibles – cf. 3.3.1).

Notons que le règlement sur la *Sustainable Finance Disclosure* (SFDR¹⁴², Encadré 5) s'applique aussi au *private equity*. Ce Règlement prévoit des dispositions en matière de transparence, tant au niveau des entités (en l'occurrence les sociétés de gestion) qu'au niveau des produits financiers (dont les FIA). La portée de certaines dispositions du texte de niveau 1 ont évolué suite à la publication de plusieurs documents de questions-réponses de la Commission européenne, le dernier datant d'avril 2023.

Encadré 5 : Dispositions de la *Sustainable Finance Disclosure Regulation* (SFDR) Les Articles 3 à 5 de SFDR s'appliquent au niveau des acteurs des marchés financiers (FMP), catégorie d'entités à laquelle appartiennent les gérants de FIA.

L'Article 4 exige la publication par les FMP d'un *reporting* annuel sur la prise en compte des principales incidences négatives de leurs décisions d'investissement sur les facteurs de durabilité. Ces dispositions s'accompagnent d'un mécanisme de *comply or explain* : seuls les FMP d'une taille supérieure à 500 employés ou qui sont la société mère d'un groupe de plus de 500 employés ont l'obligation de publier ce *reporting* annuel. Les acteurs de taille plus modeste peuvent quant à eux expliquer pourquoi ils ne prennent pas en compte ces principales incidences négatives. Les FMP avaient jusqu'au 30 juin 2023 pour se conformer à l'Article 4 de SFDR et publier ce *reporting* en respectant les dispositions prévues au niveau 2 de SFDR¹⁴³.

Les FMP doivent également être transparents sur les modalités de prise en compte des risques en matière de durabilité dans leurs décisions d'investissement (Article 3) et la manière dont leurs politiques de rémunération sont adaptées à l'intégration desdits risques (Article 5).

Pour ce qui est du *reporting* au niveau de l'ensemble des produits financiers :

- un *comply or explain* s'applique pour la prise en compte des risques en matière de durabilité et leur incidence attendue sur le rendement du produit concerné (Article 6) ;
- un *comply or explain* s'applique également pour la prise en compte des principales incidences négatives (Article 7).

En outre, il est essentiel de souligner que les exigences de *reporting* dépendront aussi de l'ambition affichée au niveau du produit financier. De fait, c'est le cas pour :

- un produit avec un objectif d'investissement durable dit « Art.9 », par exemple s'il s'agit d'un fonds qui affiche un objectif de réduction des émissions de gaz à effet de serre ;
- un produit qui promeut une ou plusieurs caractéristiques environnementales et/ou sociales, dit « Art.8 ». Les notions de caractéristiques et de promotion ont fait l'objet de précisions de la part de la Commission européenne en juillet 2021¹⁴⁴.

⇒ Ces produits dits Art.9 et Art.8 sont soumis à des exigences de transparence *ex-ante* et *ex-post*. Parmi elles, un *reporting* sur la part des investissements effectués dans des activités alignées avec la Taxonomie verte européenne est prévu.

⇒ Précisons que le *comply* avec les dispositions de l'Article 7 n'est pas obligatoire pour les produits dits Art.9 et Art.8. Il n'est par ailleurs pas possible pour un produit dit Art.6 de se conformer (*comply*) aux dispositions de l'Article 7, cette conformité constituant une caractéristique environnementale et/ou sociale conduisant *de facto* le produit à entrer dans le périmètre de l'Article 8.

Enfin, il est essentiel de rappeler que les dispositions de SFDR ne portent que sur la transparence des FMP et des produits financiers. En conséquence, les « catégories » de produits financiers Art.9 et Art.8 n'ont pas vocation à être considérées comme des labels.

¹³⁸ À défaut de passeport, la distribution du fonds est soumise aux régime de placement privé.

¹³⁹ Voir e.g. KPMG (2014); Navigate through AIFMD in Ireland.

¹⁴⁰ AIFMD ne décrit positivement aucune stratégie de gestion. En revanche, sa prise en compte des spécificités du *private equity* ressort comme moindre, par exemple, que celle des *hedge funds*.

¹⁴¹ Le [reporting d'AIFMD](#) distingue les catégories : VC, Growth, Mezzanine, Multi-strategy et Other. Le LBO, soit 69,8 % des encours en 2022 en Europe selon McKinsey/Prequin, se trouve donc dans la catégorie résiduelle "Other".

¹⁴² Règlement (EU) 2019/2088 du Parlement européen et du Conseil du 27/11/19.

¹⁴³ [Règlement délégué](#) (UE) 2022/1288 de la Commission du 06/04/22.

¹⁴⁴ Cf. réponse à la question 1 de la section V des [questions-réponses consolidées](#).

2.3.2 Commercialisation transfrontière et localisation des activités

Du point de vue géographique, le périmètre réglementaire est fixé en Europe par le régime de commercialisation d'AIFMD. Dans ce cadre, un FIA géré par une SGP agréée (AIFM) peut être commercialisé en Europe auprès de clients professionnels dans le cadre d'un mécanisme de passeport, après notification de l'autorité compétente de la SGP. En revanche, la commercialisation auprès de clients non professionnels relève de l'État membre d'accueil. Le tableau ci-après décrit les procédures de commercialisation de FIA en France, sans préjuger des dispositions applicables distinctes de celles d'AIFMD (e.g. relatives au règlement Prospectus).

Tableau 11 - Procédures de commercialisation de FIA en France

		SGP française		SGP agréée dans un autre État membre	Gestionnaire établi dans un pays tiers
		N'ayant pas d'agrément AIFM	Agréée au titre de la directive AIFM		
FIA Français	Clients professionnels	Selon les cas : agrément, déclaration ou respect des dispositions issues du règlement Prospectus	Notification préalable de commercialisation à l'AMF, dans le cadre, le cas échéant, de la procédure d'agrément, de déclaration ou de visa	Commercialisation avec passeport : notification préalable à l'autorité régulant la SGP	Non applicable
	Clients non professionnels		Autorisation préalable de commercialisation de l'AMF, dans le cadre, le cas échéant, de la procédure d'agrément, de déclaration ou de visa		
FIA établi dans un autre État membre	Clients professionnels	Commercialisation impossible	Commercialisation avec passeport : notification préalable à l'AMF	Commercialisation avec passeport : notification préalable à l'autorité régulant la société de gestion	Commercialisation sans passeport : autorisation préalable de l'AMF
	Clients non professionnels		Autorisation préalable de l'AMF (convention de reconnaissance mutuelle nécessaire)		
FIA établi dans un pays tiers	Clients prof. Clients non professionnels	Commercialisation impossible	Commercialisation sans passeport : autorisation préalable de l'AMF Autorisation préalable de l'AMF (notamment convention de reconnaissance mutuelle nécessaire)		

Source : AMF¹⁴⁵.

2.3.3 Certaines activités proches du *private equity* sont exemptées du régime d'AIFMD

La qualification des activités comme gestion d'actifs pour compte de tiers est centrale pour juger du degré de prescription réglementaire et de supervision applicable aux véhicules et acteurs du *private equity*. En Europe, dans le cadre d'AIFMD, il s'agit d'abord d'apprécier pour un véhicule donné s'il "lève des capitaux auprès d'un certain nombre d'investisseurs en vue de les investir, conformément à une politique d'investissement définie, dans l'intérêt de ces investisseurs"^{146,147} et l'absence effective d'implication opérationnelle des investisseurs dans la gestion du fonds¹⁴⁸. En particulier, ne sont pas des FIA¹⁴⁹ les actifs gérés sous mandat ou par des *family offices* (qui ne relèvent pas de la gestion collective)¹⁵⁰, ou les entreprises communes (*joint ventures*) et *holdings* (au sens d'AIFMD), ou les plans de retraite et d'épargne salariale, et les contrats d'assurance. Concernant le *private equity*, quatre frontières le distinguent d'activités parfois très proches, à savoir de la gestion :

¹⁴⁵ Cf. [section dédiée du site de l'AMF](#).

¹⁴⁶ AIFMD Article 4 1.a i). Sur l'interprétation et la transposition en droit français, voir AMF (2013), Guide AIFMD des sociétés de gestions.

¹⁴⁷ Les OPCVM sont considérés à part. Tout fonds d'investissement n'ayant pas le statut d'OPCVM est réputé être un FIA.

¹⁴⁸ Selon l'art. 5 d'AIFMD "chaque FIA (...) [a] un gestionnaire unique (...). Le gestionnaire est : a) un gestionnaire externe, (...) b) lorsque la forme juridique du FIA permet une gestion interne et que l'organe directeur du FIA décide ne pas désigner de gestionnaire externe, le FIA lui-même, est alors agréé en tant que gestionnaire".

¹⁴⁹ "(...) la présente directive ne devrait pas s'appliquer à la gestion des fonds de retraite, aux systèmes d'intéressement ou aux plans d'épargne des travailleurs, aux institutions supranationales, aux banques centrales nationales, aux gouvernements nationaux, régionaux et locaux, aux organes ou établissements qui gèrent des fonds au bénéfice de la sécurité sociale et des régimes de retraite, aux véhicules de titrisation spécifiques, ou aux contrats d'assurance et aux entreprises communes" AIFMD, Considérant 8.

¹⁵⁰ "Les organismes de placement, tels que les véhicules d'investissement des *family office*, qui investissent le patrimoine privé d'investisseurs sans lever de fonds extérieurs, ne devraient pas être considérés comme des FIA au sens de la présente directive". AIFMD, Considérant 7.

- Sous mandat que les AIFM sont d'ailleurs, par dérogation, autorisés à mener, sur une base discrétionnaire et individualisée, en parallèle de leurs activités de gestion collective ;
- De *family office*, gérant des actifs pour le compte propre de particuliers fortunés. Elle peut cependant mener des activités très similaires au *private equity*. Certains *family offices* ont de fait, forts de leur succès, développé des activités de gestion pour compte de tiers (sous les régimes applicables, e.g. d'AIFMD) ;
- De fonds de pension qui, s'ils sont en principe avant tout des cibles commerciales du *private equity*, peuvent aussi, à partir d'une taille critique, internaliser ce type de gestion pour en minimiser les coûts ;
- De véhicules *corporate* tels que certaines holdings^{151, 152}. Plusieurs différences distinguent cependant les *holdings* cotées de fonds de *private equity*, souvent liées à la cotation, comme l'absence d'horizon temporel d'investissement, la transparence sur le portefeuille, et la liquidité immédiate. La question de la qualification de structures *corporate* comme FIA s'est en particulier posée pour des véhicules comme les SPAC (cf. Encadré 3).

En France, tout gérant de FIA doit être agréé en tant que société de gestion de portefeuille. Par dérogation, un gérant exclusif d'"Autres FIA" (catégorie incluant des fonds *private equity*), dès lors qu'il s'adresse seulement à des professionnels, doit, sous certains seuils d'encours gérés, seulement s'enregistrer auprès de l'AMF¹⁵³. Les "Autres FIA", sous ces conditions, ne sont pas "*tenus de désigner un dépositaire et d'être gérés par une société de gestion de portefeuille*"¹⁵⁴.

Au Luxembourg, en 2019, 83 % des fonds de *private equity*¹⁵⁵ (91 % des encours) étaient gérés par une SGP agréée sous AIFMD et donc directement ou indirectement soumis à son régime (Deloitte (2019)), mais seuls 63 % (vs. 47 % en 2018) des GP luxembourgeois étaient agréés comme AIFM (4 % de plus étant en cours de demande d'agrément)¹⁵⁶.

2.3.4 ELTIF 2 : un régime favorable au *private equity*

Dans le cadre du plan d'action 2020 pour l'Union des marchés de capitaux, et afin notamment de favoriser le financement à long terme des infrastructures et des titres de sociétés non cotées et PME cotées, la Commission européenne et les co-législateurs ont introduit en 2015 le label des "fonds européens d'investissement de long terme" (d'acronyme anglais ELTIF) (Règlement (UE) 2015/760¹⁵⁷). Les FIA européens peuvent, s'ils en respectent les conditions, bénéficier de l'appellation d'ELTIF et du passeport européen pour une clientèle non-professionnelle.

Pour faciliter l'adoption du régime, la Commission européenne a proposé en 2021 d'amender le cadre d'ELTIF, initiant un processus menant à l'adoption du Règlement européen 2023/606, dit "ELTIF 2"¹⁵⁸. ELTIF 2 amende les dispositions du régime initial pour en accroître l'attractivité, notamment par les mesures suivantes (Tableau 12) :

- le ratio minimal d'investissements en actifs éligibles d'un ELTIF est réduit de 70 % à 55 % de son capital ;
- les FIA européens et les OPCVM deviennent éligibles aux investissements d'un ELTIF, qui peut être investi intégralement dans d'autres fonds (ELTIF, EuVECA, EuSEF, OPCVM, FIA européens) vs. 20 % jusqu'alors ;

¹⁵¹ AIFMD 4.1) o) définit les holdings comme "*détenant des participations dans une ou plusieurs autres sociétés, dont l'objectif commercial est de mettre en œuvre une ou plusieurs stratégies d'entreprise par l'intermédiaire de ses filiales, de ses sociétés associées ou de ses participations en vue de contribuer à la création de valeur à long terme*" et "*i) opérant pour son propre compte et dont les actions sont admises à la négociation sur un marché réglementé dans l'Union; ou ii) n'étant pas créée dans le but principal de produire une rémunération pour ses investisseurs par la cession de ses filiales ou de ses sociétés associées, comme en témoignent son rapport annuel ou d'autres documents officiels*".

¹⁵² Cf. inclusion par Europe Invest des fonds de Corporate Venture Capital dans le périmètre statistique du *private equity* mentionnée au 2.1.

¹⁵³ Cf. Position AMF. Questions-réponses relatives à la transposition en droit français de la directive AIFM- DOC-2013-22. "Autres FIA" : au sens de l'art. L. 214-24 du code monétaire et financier. Seuil de taille : sous 100 millions d'euros d'encours sous gestion après prise en compte de l'effet de levier ou 500 millions hors prise en compte de l'effet de levier.

¹⁵⁴ Cf. [article L. 214-24 du code monétaire et financier](#).

¹⁵⁵ 86 % du nombre de fonds en 2021 selon la Luxembourg Private Equity and Venture Capital Association (LPEA (2021)).

¹⁵⁶ Certains des autres fonds pouvaient être enregistrés pour autant, des dispositifs nationaux antérieurs à la directive pouvant se cumuler au régime d'AIFMD.

¹⁵⁷ Règlement (UE) 2015/760 du Parlement européen et du Conseil du 29 avril 2015 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme.

¹⁵⁸ Règlement (UE) 2023/606 du Parlement européen et du Conseil du 15/03/23 modifiant le règlement (UE) 2015/760 publié au Journal officiel de l'U.E. le 20/03/23, qui entrera en application le 10/01/24.

- le "ticket d'entrée" minimal de 10 000 euros, pour les investisseurs de détail dont le portefeuille d'instruments financiers ne dépasse pas 500 000 euros, est supprimé.

Tableau 12 – Principales évolutions des règles de composition des portefeuilles d'ELTIF

	ELTIF 1.0	ELTIF 2.0
Part minimale d'actifs éligibles	• 70 % (le reste de l'actif est investi comme un OPCVM)	• 55 % (le reste de l'actif est investi comme un OPCVM)
Plafond d'exposition à une même entité	• 10 % de l'actif investi dans une même entreprise, un même actif réel ou un même fonds • 5% pour les actifs non-éligibles (OPCVM)	• Investisseurs particuliers : ○ 20 % de l'actif investi dans une même entreprise, un même actif réel ou un même fonds. ○ 10 % pour les actifs non-éligibles (OPCVM) • Investisseurs professionnels : pas de plafond.
Plafond d'emprise	• 25 % pour un fonds sous-jacents • Limites OPCVM pour la poche d'actifs non-éligibles	• 30 % pour un fonds sous-jacent sauf investisseurs professionnels ou structures maître-nourricier • Limites OPCVM pour la poche d'actifs non-éligibles.

Source : AMF.

Il est à noter que si les ELTIF sont par nature fermés aux rachats, ils peuvent déroger à cette règle et ouvrir leurs parts ou actions au rachat dès lors qu'ils remplissent les conditions du paragraphe 2 de l'Article 18 du Règlement. L'ESMA a été mandaté pour élaborer des standards techniques précisant ces dispositions.

2.3.5 L'évolution du cadre réglementaire aux États-Unis

Plusieurs décennies d'allègement des contraintes réglementaires limitant les financements par actions non cotées ont permis et soutenu l'essor du *private equity* (cf. 3.5 et Encadré 7). Plus récemment, le développement de l'industrie et du *private equity* ont conduit en 2022 la Securities and Exchange Commission (SEC) à proposer de renforcer le cadre réglementaire applicable. Ces propositions législatives visent, d'une part, à réviser le *reporting* des fonds privés (*Form Private Funds*, dit *Form PF*), e.g. pour mieux évaluer les risques pour la stabilité financière ; d'autre part, d'adopter des dispositions accroissant la protection des investisseurs¹⁵⁹.

Concernant le *private equity* (PE), ces propositions visent notamment à :

- Obtenir des données utiles à l'**évaluation des risques systémiques** du *Financial Stability Oversight Council* (FSOC) et à la SEC dans ses missions de protection des investisseurs. Réduire de 2 à 1,5 milliards de dollars d'encours le seuil de déclaration des sociétés de gestion de *private equity* pour rétablir le taux de couverture de l'industrie qui prévalait lors de l'adoption initiale des exigences déclaratives ;
- Modifier la section 4 du formulaire PF pour collecter des informations additionnelles sur les stratégies des fonds, leur recours à l'effet de levier, les financements des sociétés détenues en portefeuille, les niveaux de la structure du capital des sociétés cibles où sont effectués les investissements et les restructurations et recapitalisations de ces sociétés ;
- Informer SEC et FSOC des situations de détresse ou d'instabilité affectant les fonds de *private equity*, et en particulier, sous un jour ouvrable, des événements relatifs aux opérations secondaires, à l'exercice de clauses de *clawback*, au retrait de GP, à la fin de la période d'investissement et à la dissolution d'un fonds ;
- Ajouter des règles de transparence aux investisseurs sur les performances des fonds spéculatifs (aussi applicables aux *hedge funds*) : exiger la fourniture aux investisseurs d'un *reporting* trimestriel standardisé, et un audit annuel obligatoire. Certaines dispositions concernent spécifiquement le *private equity* : la transparence proposée s'étend aux frais facturés aux investisseurs, aux dépenses des sociétés de gestion. D'autres propositions concernent l'interdiction de certains frais facturés et les traitements préférentiels (notamment les *side letters*) d'investisseurs.

Notons qu'en 2019 la SEC avait rappelé à leurs obligations fiduciaires les gérants de portefeuille qu'elle agréée (y compris ceux de *private equity*) et interdit les clauses contractuelles autorisant l'investisseur à renoncer aux

¹⁵⁹ [SEC Proposed Amendments to Form PF](#); 22/01/26 et [SEC Proposes to Enhance Private Fund Investor Protection](#); 9/02/22.

obligations fiduciaires du gérant ou l'absolvant de tout conflit d'intérêt¹⁶⁰. Des inquiétudes ayant été réitérées à ce sujet¹⁶¹, les nouvelles propositions réglementaires ont été appuyées par un rappel des exigences à cet égard¹⁶² et assorties de propositions d'amendement des règles de conformité applicables aux gestionnaires agréés visant à ce qu'ils documentent par écrit la revue annuelle de leurs politiques et procédures de conformité.

L'importance des propositions réglementaires a été attestée par le nombre de réponses à la consultation publique afférente. Au-delà, Gary Gensler, Président de la SEC, a exprimé ses préoccupations concernant les effets du recours au *private equity* sur la transparence des marchés et la concurrence entre prestataires en leur sein, indiquant que : "*Plus de concurrence et de transparence pourraient potentiellement apporter une plus grande efficacité à cette partie importante des marchés des capitaux*"¹⁶³.

Faisant suite à ses propositions réglementaires, la SEC a adopté en 2023 de nouvelles règles applicables aux fonds privés, et en particulier de *private equity*, "*conçues pour protéger les investisseurs en augmentant la transparence, la concurrence et l'efficacité sur le marché des fonds privés*"¹⁶⁴. Ces règles font l'objet d'une contestation par l'industrie¹⁶⁵.

3. DES RISQUES POUR LES INVESTISSEURS ET POUR LES MARCHÉS

Ce qui suit vise à présenter une revue systématique initiale des risques relevant de la compétence des autorités de marché susceptibles d'affecter le *private equity*, sans toujours préjuger du degré de leur mitigation par les régimes existants, notamment lorsque ceux-ci reposent sur des procédures établies par les entités de marché elles-mêmes¹⁶⁶. De surcroît, les observations s'inscrivent dans une perspective internationale et n'ont pas vocation à qualifier les régimes nationaux (et français) dont l'analyse relèverait d'un approfondissement de l'investigation.

3.1 Préambule : identification des investisseurs

3.1.1 Des investisseurs avant tout institutionnels

L'accès aux fonds de *private equity* est généralement limité aux investisseurs qualifiés, capables de financer des tickets d'entrée élevés. Cette population inclut des investisseurs institutionnels - compagnies d'assurance, fonds de dotation universitaires (i.e. *endowments* américains), fonds de pension, fonds souverains et autres agences gouvernementales – e.g. la Banque publique d'investissement (BPI) en France.

Aux États-Unis, la SEC fournit des statistiques (*Form PF*) sur les principaux types d'investisseurs dans les 4 473 milliards d'encours de *private equity* recensés à mi-2022 (Tableau 13). Il en ressort une prédominance de la détention par des fonds de pension (26,3 %, surtout ceux des fonctionnaires (19,0 %)), des fonds souverains (10,6 %). Les particuliers (fortunés) représentent une part non négligeable mais moindre des encours (7,7 %, dont 5,9 % domiciliés aux États-Unis). On peut s'interroger ici sur la nature de l'investissement en *private equity* des fonds privés, un poste majeur de détention (21,7 %), et sur le poste résiduel significatif ("Autres", 17,9 %).

En Europe, les informations données par l'association Invest Europe (Graphiques 37,38 et Graphiques 10,11) donnent des indications sur les principaux types d'investisseurs à l'origine des flux de collecte (fonds levés).

¹⁶⁰ [SEC interpretation regarding standard of conduct for investment advisers](#) du 12/07/19. La SEC précisait que de telles clauses contractuelles de renonciation sont "*incompatibles avec la Loi sur les Investment Advisers, quelle que soit la sophistication du client*".

¹⁶¹ Cf. e.g. déclaration de Gary Gensler du 24/10/22 : "*Sometimes, GPs seek waivers at the state level of their fiduciary duties to investors. I understand that many LPs have concerns about these waivers*".

¹⁶² [Private Fund advisers proposal. Statement in support of accountability enhancing updates](#); by SEC Commissioner C. Greenshaw; 9/02/22.

¹⁶³ "[Competition and the two SECs](#)" [Remarks before the SIFMA annual meeting](#); Gary Gensler; 24/10/22. [Prepared remarks at the Institutional Limited Partners Association summit](#); Gary Gensler; 10/11/21, avait annoncé le train de réformes réglementaires concernant les fonds privés.

¹⁶⁴ En mai 2023, la SEC a renforcé ses [obligations de reporting concernant les fonds de private equity](#) de grande taille pour prévenir les risques systémiques en cas d'événement significatif chez ces acteurs. Le 23 août 2023, la SEC a adopté de nouvelles [règles et amendements à ses règles existantes](#) : l'amélioration des règles de transparence s'accompagne en particulier de règles encadrant l'octroi par les GP de droits préférentiels (e.g. *side letters*) à certains de leurs investisseurs.

¹⁶⁵ *Private asset managers sue to block 'unwarranted' SEC rules on disclosure*; Financial Times; 06/09/23.

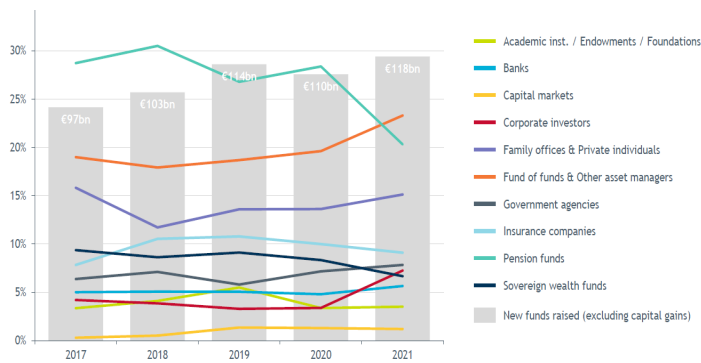
¹⁶⁶ En France, le Règlement Général de l'AMF (art. 321-46 et s.) et, notamment, la position-recommandation 2012-19 offrent un cadre de gestion des situations de conflits d'intérêt les plus classiques. Ce dispositif est complété par un code de déontologie AFG-France Invest (2013) approuvé par l'AMF dont une partie (les "dispositions") s'imposent aux SGP.

Tableau 13 - Structure de la détention de parts de fonds de *private equity* aux États-Unis (milliards de dollars, %)

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	%
Private Funds	468	656	659	662	662	956	974	973	21,7
State/Muni. Govt. Pension Plans	526	652	654	655	655	836	850	851	19,0
Other	392	513	544	544	544	818	802	802	17,9
SWFs and foreign Official Inst.	285	361	387	388	388	501	477	477	10,6
Pension Plans	201	246	246	247	247	324	325	326	7,3
U.S. Individuals	132	186	187	187	187	264	265	265	5,9
Insurance Companies	154	189	190	190	190	252	255	256	5,7
Non-Profits	140	180	180	180	180	237	238	238	5,3
Non-U.S. Individuals	56	63	63	63	63	82	82	82	1,8
State/Muni. Govt. Entities	54	65	71	71	71	83	77	77	1,7
Sec-Registered Investment Comp.	28	27	27	27	27	49	50	50	1,1
Banking/Thrift Inst.	37	38	38	38	38	45	49	49	1,1
Unknown Non-U.S. Investors	19	25	25	25	25	33	34	34	0,8
Broker-Dealers	1	3	3	3	3	3	3	3	0,1
Total	2 493	3 204	3 274	3 280	3 280	4 483	4 481	4 483	100,0

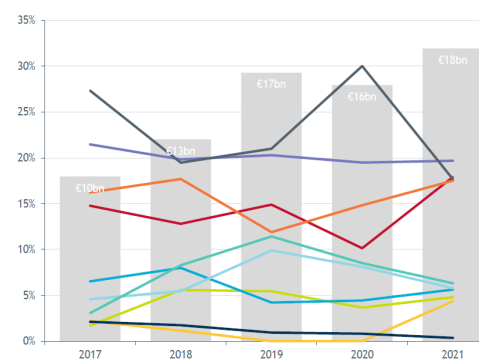
Source : SEC Form Private Funds, Questions 9 et 16.

Graphique 37 : Fonds levés par le *private equity* en Europe par catégorie d'investisseurs (mds EUR ; %)



Source : Invest Europe.

Graphique 38 : Fonds levés par le *venture capital* en Europe par catégorie d'investisseurs (mds EUR ; %)



Dans le contexte de recherche de rendement et d'évolution structurelle des besoins de financement de l'économie, les investisseurs institutionnels, face à la promotion par les principaux sponsors d'une offre de produits nouveaux et de structures alternatives¹⁶⁷, ont fortement accru leurs allocations aux fonds de finance privée¹⁶⁸. Selon CEM Benchmarking, leur allocation moyenne aux marchés privés s'est accrue de 12,5 % à 18,5 % entre 2012 et 2020. Cette hausse des allocations caractérise en outre une population d'institutionnels de plus en plus étendue, incluant fonds de pension publics et privés et sociétés d'assurance. S'y ajoute une demande croissante des particuliers, dans un contexte où l'accès des investisseurs aux marchés privés s'ouvre progressivement (cf. 4.2), notamment via l'assurance-vie.

Les engagements à investir pris par les investisseurs lors des levées de fonds – autrement dit les capitaux restant à investir que les fonds peuvent appeler auprès d'eux à tout moment pour financer l'acquisition de sociétés cibles (*dry powder* ou poudre sèche) – ont atteint en 2022 le record de 3,7 trillions de dollars, dont 1,9 pour le *private equity* – majoritairement du LBO (1,1 trn) (Graphique 39). En outre, cette "poudre sèche" est, pour le LBO, de plus en plus vieille (son âge moyen est passé de 19 à 25 mois entre 2019 et 2021)¹⁶⁹, traduisant probablement au regard des hausses de valorisations (Graphique 58, Graphique 59) la difficulté d'identifier des cibles d'investissement.

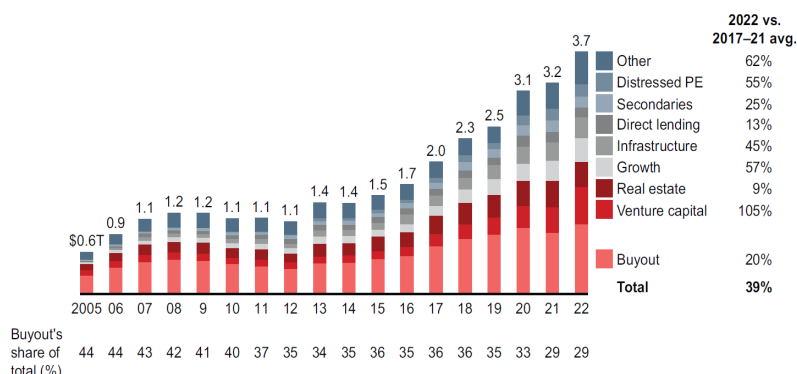
Cette forte demande traduit aussi une évolution des besoins de liquidité exprimés par les investisseurs (cf. 3.2).

¹⁶⁷ Cf. Cartographie 2021 des marchés et des risques de l'AMF.

¹⁶⁸ Selon l'American Investment Council, 9 % des actifs des fonds de pension publics américains étaient alloués au *private equity* en 2020. Cf. *Private equity returns help public pension funds* ; Pension & Investments; 12/07/21.

¹⁶⁹ Source : Bain (2022); *Global private equity report* (données Preqin).

Graphique 39 : Montants de capitaux levés restant à investir ("dry powder", milliards de milliards de dollars)



Source : Preqin; Bain & Co. (2022). Notes : Other inclut les fonds de fonds, de ressources naturelles, mezzanine. Le LBO inclut les fonds de buyout, mixtes, de co-investissement y compris multigérés.

3.1.2 Une promotion croissante auprès des investisseurs de détail

- Le développement de l'offre aux particuliers : un enjeu stratégique de la finance privée

Depuis quelques années, le marché du *private equity* s'est ouvert de façon croissante aux investisseurs particuliers. Dans ce contexte, McKinsey (2022) indique que "l'appétit des investisseurs pour les placements alternatifs est plus élevé que jamais, les jeunes ouvrant la voie : environ 35 % des investisseurs âgés de 25 à 44 ans indiquent accroître leur demande de placements alternatifs. Les marchés privés (private equity, dette privée, immobilier, infrastructures et ressources naturelles), parmi ces placements, sont une classe d'actifs qui était autrefois l'apanage des investisseurs institutionnels. Ils font leur entrée dans les portefeuilles des particuliers (...), et le home office facilite l'accès des clients aux produits concernés (...). La demande accrue des clients et les innovations ont le potentiel d'augmenter la part des actifs alloués aux marchés privés d'environ 2 % en 2020 à 3 à 5 % d'ici 2025, soit une hausse des actifs de 500 à 1 300 milliards de dollars. Il est impératif pour les gérants de fortune de favoriser cette croissance en facilitant l'accès de leurs clients aux marchés privés"¹⁷⁰.

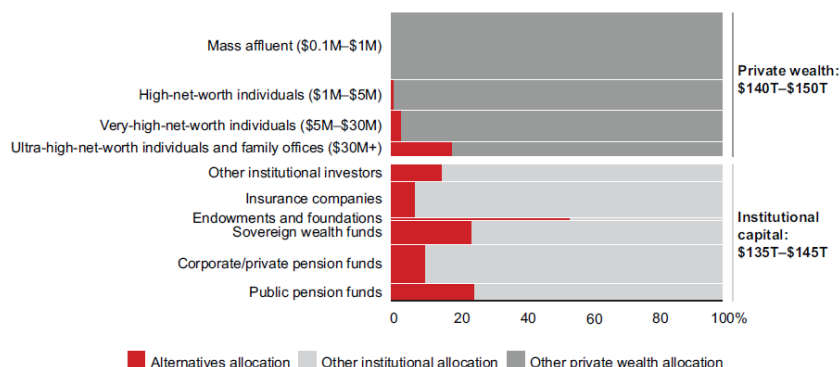
Les clients non-institutionnels sont donc le nouvel objectif de croissance des principaux gestionnaires de fonds privés, qui les considèrent comme un outil de mutualisation des capitaux relativement inexploité¹⁷¹ et leur ambition d'accroître les encours sous gestion des investisseurs individuels est explicite : Blackstone situe le potentiel de hausse de l'investissement en fonds privée des particuliers entre 200 et 500 milliards de dollars, KKR prévoit qu'entre 30 % et 50 % des capitaux levés au cours des prochaines années proviendront des fortunes privées et Apollo compte lever 50 milliards de dollars de fonds auprès des particuliers entre 2022 et 2026 (Bain (2023)). Cette ambition reflète aussi une recherche de relais de croissance, là où les investisseurs institutionnels peuvent atteindre des cibles de moyen terme de leurs allocations aux marchés privés, voire les réviser à la baisse¹⁷².

¹⁷⁰ McKinsey (2022); [US wealth management: A growth agenda for the coming decade](#); Feb.

¹⁷¹ Selon Bain (2023), les investisseurs individuels détiennent la moitié des 275 à 295 trillions de dollars de fonds gérés mondialement mais 16 % des fonds d'investissement alternatifs. McKinsey (2023) évalue le gisement potentiel des particuliers à 45 trillions de dollars.

¹⁷² Shahrawat D., U. Singh Chawla, V. Shah (2022) ; souligne que des valorisations plus faibles sur les marchés publics poussent les allocations aux marchés privés (en proportion des portefeuilles) au-dessus des niveaux ciblés (effet dénominateur).

Graphique 40 : allocation du patrimoine financier par type d'investisseur (2022)



Source : Preqin; Bain (2023).

Les populations d'investisseurs particuliers sont en réalité très différenciées. Les plus fortunées (*ultra-high-net-worth*¹⁷³) sont parfois déjà clientes du *private equity* et ont des attentes plus proches de celles d'institutionnels. À l'autre extrême, les "masses aisées" financent d'abord leur retraite et n'ont jusqu'alors eu que peu accès à ce marché. En général, la promotion des placements alternatifs par les conseillers financiers se démocratise mais vise d'abord les particuliers fortunés au motif d'une recherche de diversification et de meilleurs rendements.

- L'offre développée a des impacts majeurs sur la gestion et la distribution des fonds

Les grandes sociétés de gestion de fonds privés, notamment aux États-Unis, développent effectivement des capacités et des véhicules de distribution aux particuliers. Selon S&P Global, en 2021 "le *private equity* a accéléré son rythme d'embauche de professionnels de la gestion d'actifs, les dirigeants de certaines des plus grandes sociétés de gestion du secteur parlant de débloquer un marché des investisseurs particuliers pouvant valoir des dizaines de milliards de dollars"¹⁷⁴. Selon PitchBook (2022), "Some of the big names with dedicated retail efforts include KKR, Apollo and Ares, but the movement is not just in the US — Partners Group out of Switzerland has announced the establishment of a Private Wealth business unit. They have been operating evergreen funds since 2001, per the recent release, and have a 40-Act private equity fund with USD 12.0 bn in client assets"^{175,176}

Cibler les particuliers représente une rupture prononcée en matière de gestion et de distribution de fonds de *private equity*, jusqu'alors largement assise sur une gestion individualisée et bilatérale des relations client, et requiert le développement d'infrastructures jusque-là largement inexistantes.

Cette évolution requiert surtout, en matière de **gestion** :

- d'offrir des participations de petite taille. Des techniques permettent ici d'agrèger celles des particuliers. D'une part, certains véhicules sont structurés comme fonds nourriciers pour regrouper les investisseurs dans un pool commun investi en gestion privée. Cette structure, longtemps utilisée par les banques privées en gestion de fortune, se généralise. Des plateformes, comme l'Allemand Moonfare, poolent ainsi les actifs

¹⁷³ Ultrahigh net worth : 30 mn de dollars ou plus de patrimoine financier ; very-high-net-worth : de 5 à 30 mn, high-net-worth de 1 à 5 mn, en deçà segment des masses aisées (*mass affluent*) (Bain (2023)).

¹⁷⁴ [Private equity drives robust wealth management M&A](#); S&P Global; 28/06/22. Fund managers pitch 'alts' to retail investors as institutions max out; Financial Times; 21/09/22 donne des exemples de telles opérations de fusion-acquisition.

¹⁷⁵ "Partners Group establishes Private Wealth Business unit, reinforcing the firm's 20+ year track record of providing leading private markets investment solutions for individual investors", Partners Group, 2/11/22.

¹⁷⁶ Bain (2023) indique qu'Apollo promeut un fonds visant à remplacer les "S&P core equity holdings" et à être le plus gros sur sa plateforme en 2023. Un fonds Blue Owl a récemment collecté, via des banques privées et conseillers financiers, 12,9 mds de dollars, dont plus de 40 % auprès de particuliers. Blackstone a monté une équipe de 300 commerciaux et initié un programme de formation sur les investissements alternatifs. Ares a acquis les activités américaines de conseil et distribution en immobilier de Black Creek pour accroître sa force de vente aux particuliers. Partners Group a créé une unité de gestion de patrimoine pour les banques privées et les conseillers financiers et s'est associé à des plateformes comme ADDX.

de particuliers pour investir en LBO. Par ailleurs, de façon plus exploratoire, des fonds *tokenisés* utilisent la *blockchain* pour fractionner les parts de fonds en jetons et réduire l'investissement minimum¹⁷⁷.

- ii) d'adapter l'offre à la demande de liquidité des porteurs¹⁷⁸. KKR et Hamilton Lane ont par exemple lancé des fonds *tokenisés* pour fournir de la liquidité aux particuliers. Aux États-Unis est promue une offre de structure intermédiaire entre fonds ouvert et fermé, i.e. avec des possibilités de rachat à certaines dates ou liées à la cotation (*interval/tender funds*, BDC¹⁷⁹).
- iii) de limiter les coûts pour maintenir des niveaux de frais attractifs, ce qui exige des infrastructures adaptées et plus généralement d'une industrialisation des process.

En matière de **distribution**, il s'agit de développer :

- i) Les canaux existants ou d'en créer de nouveaux, le cas échéant plus directs. Les GP, e.g. Blackstone, ont renforcé leurs équipes de distribution. De nouveaux acteurs comme Moonfare, iCapital et Opto Investments ont développé des plateformes pour les conseillers financiers, et parfois directement les particuliers, afin d'offrir l'accès à moindre coût à de larges gammes de produits alternatifs (fonds immobiliers, de dette, *private equity*, etc.).
 - ii) des outils adaptés aux besoins des conseillers financiers, notamment de *reporting* (e.g. sur les performances, les risques, les frais, etc.), conformes aux exigences réglementaires applicables ;
 - iii) des canaux propres à gérer la demande de liquidité, soit par le développement de marchés secondaires, soit par la fourniture de liquidité. Par exemple, Securitize *tokenise* les parts de fonds de gérants de *private equity* et peut, agréé comme agent de transfert aux États-Unis, gérer une plateforme de *trading de token*. Moonfare utilise Securitize et un système de fourniture de liquidité semi-annuelle, une association avec Lexington Partners permettant de fournir plus de liquidité dans certaines situations.
- Un cadre réglementaire en évolution

La "*retailisation*" de la finance privée comporte cependant de nombreux défis. Tout d'abord le cadre réglementaire, dans un contexte d'évolution rapide de l'offre, n'est pas stabilisé. Aux États-Unis, l'ouverture du marché a été facilitée en 2020 par un élargissement de la notion d'investisseur accrédité et une harmonisation de celle d'investisseur qualifié¹⁸⁰, ainsi que par la levée par le ministère du travail d'incertitudes juridiques relatives à l'accès au *private equity* des plans de retraite à contribution définie¹⁸¹. Depuis, les autorités se sont concentrées sur les implications de l'ouverture du marché aux particuliers pour la protection des investisseurs¹⁸² et ont soulevé des interrogations sur la transparence du secteur¹⁸³. En France et en Europe, le financement en actions non cotées par l'épargne des français a été et sera favorisé par :

- De nouvelles dispositions¹⁸⁴ ont permis depuis quelques années le développement de FCPR dits "*evergreen*" – des fonds alternatifs de capital investissement ouverts¹⁸⁵ – là où les FCPR étaient jusque-là fermés aux

¹⁷⁷ Cette pratique n'est cependant pas observée en France.

¹⁷⁸ Sur les implications de la demande de liquidité, voir 3.2.2.

¹⁷⁹ Créées en 1980, les *Business Development Companies* sont investies à au moins 70 % en actions et dettes de sociétés, cotées ou pas, de moins de 250 mn de dollars. Ces sociétés sont souvent jeunes, en recherche de financement ou en difficulté. Les BDC participent à leur gestion et ont en général de forts effets de levier. Les BDC offrent de la liquidité soit sous forme fermée/cotée ou soit sous forme perpétuelle avec possibilité périodique de rachat. Ces dernières ont concentré l'essentiel de la collecte récente. Le régime des BDC permet la distribution aux investisseurs non accrédités. Leur régime attractif incite les fonds de VC, assez proches, à prendre cette forme juridique.

¹⁸⁰ Cf. révision en août 2020 des Règles 501(a) et 144(a) de la *Regulation D* de la SEC. Selon la SEC, 13 % des ménages satisfont les critères définissant les investisseurs accrédités et 2 % ceux des investisseurs qualifiés.

¹⁸¹ Cf. lettre du 03/06/20 du *Department of Labour* de non-objection à la diversification des investissements par inclusion de *private equity* dans les portefeuilles des plans 401k et autres plans de retraite individuels dans le cadre de l'*Employee Retirement Income Security Act*.

¹⁸² Cf. e.g. auditions du Comité sur les services financiers du Congrès des États-Unis du 11/09/19 (*Private market exemptions as a barrier to IPOs & retail investment*) et travaux de l'*Asset Management Advisory Committee* de la SEC sur le sujet.

¹⁸³ Dans un discours du 14/05/21 intitulé "*Mind the (Data) Gaps*", la commissaire de la SEC C. Crenshaw note "*For the most part, we do not know who invested in (...) private market offerings or how their investments performed*" et appelle à combler ce manque de données.

¹⁸⁴ Le décret d'application de la loi PACTE 2019-1172 favorise l'investissement dans l'économie par la diffusion du capital investissement. Il définit, pour l'assurance-vie, les conditions d'investissement des particuliers en fonds professionnels (FPCI, FPS) et supprime les plafonds d'investissement dans les fonds agréés (FCPR, FCPI, FIP) et parts de SCR. Il assouplit aussi les règles des FCPR (redéfinition des actifs liquides, fonds de fonds) et allège leurs conditions d'emprunt (FPCI, FCPR).

¹⁸⁵ Leur durée de vie statutaire est de 99 ans. En pratique, certains fonds prévoient une durée de blocage en début de vie.

rachats¹⁸⁶. En 2022, les fonds FCPR Evergreen ont collecté 613 millions d'euros selon France Invest. Ils atteignent un encours de 2,55 milliards d'euros fin juillet 2023 ;

- Le label "Relance"¹⁸⁷ des fonds de capital investissement et OPCVM dont une part significative de l'actif est investie en fonds propres et quasi-fonds propres de PME et ETI françaises cotées ou non. Sur 176 fonds labellisés fin mai 2021, 95 étaient des fonds de *private equity*, dont 23 ouverts aux particuliers ;
- La promotion par BPI France et le Ministère des finances de fonds à l'intention des particuliers finançant des startups et PME non cotées¹⁸⁸ ;
- La promotion des réseaux de distribution, e.g. Boursorama proposant à 4 millions de clients particuliers d'investir en sociétés non cotées via des FCPR accessibles à partir de 25 euros et sans droit d'entrée¹⁸⁹ ;
- L'évolution du régime ELTIF 2.0 qui ouvre l'accès à des gestions jusqu'alors réservées aux professionnels.

L'accès aux fonds professionnels investissant directement en actions non cotées reste toutefois contraint pour les particuliers¹⁹⁰ et la France maintient un seuil de protection élevé.

De fait, l'examen d'une offre de *private equity* exige en général des porteurs de considérer la spécificité des fonds – e.g. leur nature juridique, les exigences réglementaires applicables, leur structure (e.g. fonds de fonds), leur stratégie (LBO, VC, etc.), leur focus sectoriel¹⁹¹. Examiner les dispositions relatives à la fourniture de liquidité est particulièrement indiqué – pour les fonds ouverts (e.g. *evergreen*) ou parce que la liquidation (cession d'actifs) est souvent délicate en fin de vie, les fonds pouvant avoir des difficultés à respecter les échéances prévues à cet égard (cf. 3.2). Il s'agit notamment d'apprécier l'adéquation de la stratégie à la liquidité offerte et à l'horizon de placement recommandé/durée de vie des fonds. Une taille de fonds importante peut, le cas échéant, contribuer à disperser les risques et réduire relativement les frais de fonctionnement. Le bénéfice des fonds de fonds (e.g. en termes de diversification, liquidité) est ici à mettre au regard des sources de frais additionnelles.

L'évaluation par les particuliers du profil rendement-risque des fonds de *private equity* reste sujette à débat. Plusieurs contributions académiques récentes soulignent que les surperformances par rapport aux placements boursiers utilisés comme base de comparaison peuvent être faibles au regard des frais et risques encourus¹⁹². Ce point, qui renvoie aux difficultés structurelles de valorisation des actifs des fonds¹⁹³, reste ouvert¹⁹⁴. Un accès facilité des particuliers à ces fonds et un développement de ce segment de marché pourrait notamment donner matière à réexaminer la présentation des risques et des performances – notamment de la marge discrétionnaire du calcul des rendements affichés et des comparaisons avec les performances des marchés boursiers (cf. 3.1.2)¹⁹⁵.

¹⁸⁶ En général, ces FCPR ont une durée de vie 10 ans.

¹⁸⁷ Lancé le 19/10/20 (jusqu'au 31/12/22), le label [Relance](#) est attribué par le Ministère des Finances pour 4 ans.

¹⁸⁸ L'objectif de la souscription (95 mn €) au fonds de fonds Bpifrance (FCPR) Entreprise 1 ouverte le 01/10/20 a été atteint avant échéance (cf. e.g. France broadens retail investor access to private equity; Financial Times; 26/10/20). L'offre de la BPI aux particuliers s'est élargie depuis aux fonds Entreprises 2, et Entreprises Avenir 1 (en cours de souscription). Entreprise 1 et 2 (de durée de vie de 6 ans prorogeable un an) sont des fonds de fonds, avec un équilibre spécifique entre forte diversification et frais. Entreprises Avenir 1 est un fonds d'investissement direct de durée de vie de 10 ans prorogeable 2 fois un an. Le montant d'investissement minimum dans ces fonds a été fixé à respectivement 5000 €, 3000 € et 1000 €.

¹⁸⁹ Les Échos ; Boursorama veut convertir ses clients au private equity ; 04/11/22.

¹⁹⁰ E.g., la sélection de parts de tels fonds comme unités de compte en assurance vie est réservée aux souscripteurs : i) investissant au moins 100 k euros ; ou ii) au moins 10 k euros pour un fonds ELTIF ; ou iii) considérés, après évaluation, comme ayant l'expérience, les connaissances et la compétence nécessaires pour prendre leurs propres décisions d'investissement et évaluer correctement les risques encourus.

¹⁹¹ La SEC a ouvert le débat le 16/09/20 de son Comité consultatif sur la gestion d'actifs sur l'investissement dans le non-coté par les questions suivantes : "Should access only be via a diversified pool (fund of funds)? Should access be via an intermediary and should they act in a fiduciary capacity? What disclosure should investors be provided? Should there be restrictions on underlying investments? (Asset class; Only other PE funds; Minimum size requirements; Minimum % held by "qualified" or "large" investors) Should there be differentiated access? (retail vs. "super" retail) Should there be an incentive for funds that can show true market pricing and secondary trading. Who are "main street" or "retail investors"? (individuals ; IRAs ; 401(k)s)".

¹⁹² Cf. e.g. J. Lerner (Harvard), Remarks to the SEC AMAC Private Investments Subcommittee; 16/09/20 et L. Phalippou (Oxford); An Inconvenient Fact; CFA France Roundtable; 25/11/20. Plus généralement, les études montrent une très large dispersion des performances à travers les fonds, l'absence d'économies d'échelle (la taille des fonds ne bénéficie pas à leur performance) et une diminution à long terme des rendements.

¹⁹³ Affectant l'égalité de traitement des porteurs entrants et sortants, la valorisation est en particulier un sujet pour les fonds ouverts.

¹⁹⁴ Cf. e.g. "Private equity performance under the spotlight"; Financial News; 24/05/21.

¹⁹⁵ En Europe, le règlement PRIIPs impose aux fonds de *private equity* commercialisés auprès d'investisseurs de détail une présentation standardisée des frais et de leurs impacts ainsi que des risques (échelle de risque permettant de comparer les produits financiers offerts aux

3.2 Les méthodes de valorisation conditionnent la mesure des performances

Les méthodes de valorisation comptable des sociétés non cotées soulèvent des questions spécifiques¹⁹⁶. Peu fréquentes, les valorisations manquent souvent d'éléments de comparaison, sont sujettes à des aléas pour les actifs intangibles ou liés à l'innovation et il est difficile d'en évaluer la prime de liquidité. L'utilisation d'instruments complexes e.g. intégrant des éléments convertibles ou des facteurs de contingence, fréquente en *private equity*, accroît aussi ces difficultés. L'importance de ces questions est cristallisée par le recours à la "*fair value*", des normes de marché i.e. les lignes directrices de l'association *International Private Equity and Venture Capital* (IPEV)¹⁹⁷ déclinant à cet égard les normes comptables IFRS 13 et US GAAP ASC 820. Un besoin accru de valorisation des actifs de *private equity* peut accessoirement être reconnu dans certains cas, dans les marchés particulièrement illiquides ou stressés¹⁹⁸.

Les normes IFRS classent les données utiles au processus de valorisation en trois niveaux, le niveau 3 désignant les données non observables sur le marché¹⁹⁹. Les investissements non cotés, illiquides par nature, sont évalués à l'aide de données de niveau 3. Les niveaux 2 et 3 s'appuient sur des données de fournisseurs (e.g. de bases de données financières). Au niveau 3, il est en général nécessaire de modéliser des données. Les hypothèses, le modèle, et la sensibilité des données aux hypothèses doivent alors être documentées et un jugement formé pour appliquer d'éventuels ajustements (e.g. du risque de crédit, de liquidité) conformes aux pratiques du marché. Par ailleurs, la valorisation des instruments contingents exige d'allouer la valeur d'entreprise (Business Enterprise Value, BEV) aux différents niveaux de la structure du capital, e.g. à l'aide de techniques de valorisation des options (analyse des créances contingentes, CCA). Le recours à une expertise indépendante peut être indiqué²⁰⁰.

Dans le cadre d'AMFMD, la valorisation des actifs doit être indépendante de la gestion de portefeuille et rémunérée séparément (Art. 19.4b). Les valorisations sont transmises au comité d'évaluation du gestionnaire pour approbation (Art. 71.3d). Au regard de la politique qu'il a définie, celui-ci examine la valeur des actifs, la compare à des évaluations indépendantes et s'assure (Art. 19.10) que seules des valorisations approuvées sont utilisées pour calculer la valeur liquidative (VL). L'expertise externe utilise des données de l'administrateur ou gestionnaire du fonds (Art. 19.4a), évalue les actifs sur la base de la politique du comité d'évaluation et transmet les évaluations à l'administrateur du fonds pour intégration dans le processus de calcul de la valeur liquidative (Art. 19.10). Les experts externes ont une responsabilité illimitée pour les dommages matériels causés par faute ou négligence.

Sur ces bases, l'IPEV propose trois méthodes²⁰¹ : valoriser par le marché (sur la base d'éléments de comparaison pertinents identifiables), par les coûts (si la valeur de l'investissement repose sur celle d'actifs sous-jacents plutôt que sur les bénéfices, e.g. d'actifs immobiliers ou de fonds de fonds) ou par les revenus (*Discounted Cash Flows*). La procédure de valorisation du fonds définit la méthode à appliquer en fonction du type d'investissement, indique les conditions de changement éventuel de méthode, et s'impose tant au valorisateur interne qu'externe. Un expert externe peut vouloir amender une procédure jugée perfectible. Dans ce cadre, le choix de la méthode et la spécification de sa mise en œuvre intègrent des éléments discrétionnaires.

Les normes de présentation des performances GIPS (*Global Investment Performance Standards*) du CFA, déclinées pour le *private equity*, incluent aussi des prescriptions en matière de valorisation (e.g. de fréquence au moins trimestrielle, en *fair value*), de calcul (nature *cash flows* pris en compte) et d'affichage des performances (e.g. frais considérés pour le calcul des performances nettes). Le développement de ces normes atteste un besoin identifié par les acteurs de marché. Leur application devrait cependant être évaluée.

investisseurs de détail) avec la mention des risques spécifiques au produits non pris en compte dans l'échelle de risque. La présentation des performances du produit est également standardisée. Une révision du règlement PRIIPS est en cours.

¹⁹⁶ Au niveau agrégé, la valorisation des actions non cotées a une incidence importante en comptabilité nationale, d'autant que le financement par actions non cotées est supérieur à celui par actions cotées ([Graphique 68](#)). Durant D., R. Massaro (2004) discute les méthodologies.

¹⁹⁷ Cf. [IPEV Guidelines](#).

¹⁹⁸ Cf. e.g. cession de la filiale de *private equity* Neuberger Berman de Lehman Brothers pour 2,15 mds de dollars à Bain Capital, Hellman & Friedman, et certains de ses gérants, managers et employés, lors de la liquidation de la banque en 2008.

¹⁹⁹ Niveau 1 : prix cotés sur des marchés actifs pour des actifs identiques. Niveau 2 : données observables sur le marché autres que les prix directs, telles que les prix cotés d'actifs comparables ou des données dérivées de données de marché par corrélation.

²⁰⁰ Cf. e.g. Deloitte (2023) ; [Clearly IFRS - summary guidance and practical tips for IFRS 13: Fair value measurement](#). En France, depuis plus de 20 ans, le règlement de déontologie de France Invest et de l'AFG impose une expertise indépendante par exemple pour les transferts de portefeuille entre fonds gérés par la même société de gestion ou impliquant une entreprise liée à une société de gestion. L'expertise e.g. par le commissaire au compte d'un des fonds concernés s'ajoute alors à celle d'un expert indépendant.

²⁰¹ Cf. [Valuation guidelines](#) (2018) de l'International Private Equity & VC association dont AFIC, BVCA et Invest Europe sont membres fondateurs.

3.2.1 Des valorisations sensibles à de multiples hypothèses et sujettes à interprétation

L'impact de la valorisation des actifs non cotés sur celle des fonds et l'usage stratégique fait par les gestionnaires de fonds des marges discrétionnaires dont ils disposent en la matière sont attestés par la littérature²⁰².

En France, des contrôles de SGP de capital-investissement effectués en 2018 et antérieurement ont pu relever certaines lacunes²⁰³. L'exigence de nomination d'un valorisateur indépendant s'avérait respectée dans l'ensemble ; aussi, celle d'une procédure de valorisation, malgré des limites concernant les modalités pratiques de mise en œuvre. Des pistes d'audit justifiaient les valorisations des participations, quoique parfois partiellement et sans contrôle formel. De même, la valorisation des transferts entre portefeuilles, surtout des opérations de portage, était mal documentée. *In fine*, si certains points précis ont justifié un rappel à la loi ou au rappel des bonnes pratiques, dans l'ensemble, une conformité croissante aux exigences réglementaires était notée et, malgré certaines insuffisances du règlement des fonds, l'information des rapports périodiques détaillait les méthodes de valorisation de façon satisfaisante. Ces contrôles SPOT ont fait l'objet d'un suivi et dans l'ensemble, le marché fait état, au terme d'un processus de normalisation et de renforcement des techniques de valorisation, d'un recours quasi-systématique aux lignes directrices de l'IPEV, qui permet de préjuger favorablement de leur mise en œuvre effective.

Un exemple extrême illustre l'impact potentiel des ajustements de valeur : celui de la réévaluation récente par Franklin Templeton de 33,5 % à la baisse de sa participation (minoritaire) dans la société technologique australienne Canva, réduisant la valeur de la firme de 55 à 37 milliards de dollars australiens²⁰⁴. Quelques mois plus tard, T Rowe Price a suivi, réévaluant sa participation dans la firme de 30 % à la baisse. Blackbird, un fonds actionnaire de Canva (14 % du capital) a à son tour réévalué la société à la baisse le 30 juillet 2022, en accord avec les fonds de *venture capital* australiens Square Peg Capital et AirTree Ventures, également actionnaires, réduisant ainsi la valeur de la firme de 36 % à 20 milliards de dollars australiens. En novembre 2022, Franklin Templeton est revenu sur l'évaluation de Canva en la corrigeant de 22 % à la hausse. Ces évolutions reflètent²⁰⁵, certes, plus généralement celles du secteur technologique, mais, dans un contexte où la firme, qui a généré 1 milliard de revenus en 2021, a été valorisée jusqu'à 55 milliards de dollars, les écarts de valorisation des participations des actionnaires de Canva attestent une formation de prix multiples et la volatilité révèle les limites de l'information pertinente (e.g. comptable) disponible²⁰⁶.

Plus généralement, après prise en compte de la fiabilité des projections de revenu des cibles et des données disponibles, les valorisations donnent principalement lieu à un choix entre deux méthodes de valorisation des actifs (Graphique 41) : l'une, fondamentale, basée sur l'actualisation des flux de trésorerie (Discounted Cash Flow, DCF) ; l'autre, relative, se fonde sur les ratios comptables et indicateurs de performance observés sur le marché pour des

²⁰² Selon Ang A., et al. (2018) "FASB 157 now requires fund assets to be fair market-valued. However, the private nature of these investments and varying methodologies for evaluation leaves significant uncertainty. Ultimately, reported fund NAVs represent each fund manager's opinion about the assets in his or her portfolio. Brown et al. (2017) find that fund valuations are conservative except when follow-on funds are raised. In times of fundraising, Barber et al. (2017) estimate that NAV is exaggerated by about 3% for buyout funds and about 5% for VC funds". Des facteurs techniques s'ajoutent aux difficultés fondamentales de valorisation. Gornall W., I. Strebulaev (2020) note par exemple une valorisation abusive des licornes au cours de leurs actions préférentielles.

²⁰³ Selon la "[Synthèse des contrôles SPOT sur la valorisation des sociétés non cotées dans les sociétés de capital investissement](#) déc. 2018 : (i) des lacunes dans les procédures de valorisation, souvent trop succinctes et insuffisamment précises quant aux méthodes employées, à leur hiérarchie et à leurs modalités de mise en œuvre ; (ii) un manque de formalisation et de traçabilité (...) en cours de vie, voire (...) une absence de mise à jour des valorisations (...)", ne permettant "pas de s'assurer de la pertinence et de la cohérence des méthodes de valorisation retenues (dans le temps pour une même participation et entre différentes participations)", ni du "risque d'une valorisation discrétionnaire". D'autre part, "les transferts de participations entre véhicules n'étaient pas encadrés de manière robuste (absence de procédure en la matière, absence de recours à un expert indépendant ou expertise établie postérieurement à la cession)".

²⁰⁴ Cf. reporting du 24 mars 2022 de Franklin Templeton à la SEC.

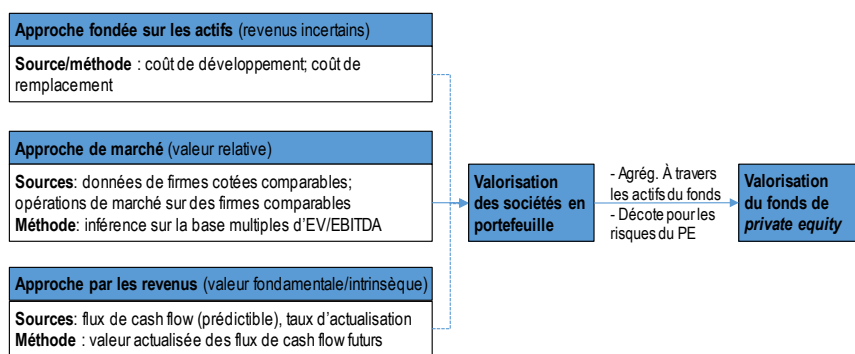
²⁰⁵ Une analyse plus précise devrait tenir compte des droits attachés aux participations considérées. La valorisation de ces droits peut d'ailleurs poser question par elle-même (Gornall W., I. Strebulaev (2020)).

²⁰⁶ Cf. e.g. [Canva raises At \\$40bn valuation — Its founders are pledging away most of their wealth, Forbes, 14/09/21](#); [Canva announces USD 40bn valuation fueled by the global demand for visual communication, Canva Newsroom, 15/09/21](#); [Canva shares wildly overvalued: Investors; Channel News, 26/04/22](#); [Blackbird reveals Canva's \\$14b plunge in value, AFR, 26/07/22](#); [Huge blow for young Aussie founders of tech start-up Canva as the darling of the sharemarket is hit by a brutal \\$20bn setback, Daily Mail, 27/07/22](#); [Is Australia's top performing fund smoke and mirrors? Hostplus, Canva and the year of super losses, Michael West; 31/07/22](#); [Canva's value slashed by 44% by leading US investor, News.com.au, 26/08/22](#); [Canva's valuation rises again as US investor marks it back up 22%, AFR, 29/11/22](#);

entreprises comparables. Contrairement à ce qui pourrait être attendu²⁰⁷, la méthode DCF est peu utilisée. En France, cette observation est confirmée. Le recours à la méthode DCF reste rare, la pratique révélant plutôt l'usage de multiples de valorisation (e.g. EV/EBITDA) d'entreprises comparables – cotées ou ayant fait l'objet de transactions récentes sur les marchés – pour valoriser les sociétés en portefeuille. Une décote (e.g. de 25 %) est typiquement appliquée pour corriger des aléas systémiques associés au *private equity* et limiter les risques de surestimation.

Les méthodes de valorisation relatives limitent l'impact direct de la hausse des taux d'intérêt sur la valeur des cibles de *private equity*, un impact qui serait mécanique avec le DCF (la hausse, au dénominateur, du taux d'actualisation réduit la valeur des firmes). L'impact des conditions de marché est donc retardé et les valorisations suivent plus étroitement celles des firmes cotées comparables.

Graphique 41 : Méthodes de valorisation du *private equity*



Source : AMF.

3.2.2 Des indicateurs de performance sensibles aux hypothèses et sujets à interprétation

Fondamentalement, l'illiquidité des actifs et l'irrégularité des flux de trésorerie des fonds de finance privée complexifient nécessairement la mesure de leurs rendements et limitent sa comparabilité. Deux principaux types d'indicateurs sont proposés : des indicateurs de performance absolue et des indicateurs de performance relative.

Les valorisations des fonds sont très sensibles aux hypothèses faites sur le coût du capital. Un taux d'actualisation tenant compte spécifiquement du risque (e.g. de la taille des sociétés cibles et de leur spécialisation sectorielle) conduit à des révisions substantielles de la performance (Gottschalg O., L. Phalippou (2009)). La sensibilité des valorisations par les *cash flows* au taux d'actualisation est plus généralement soulignée par Boyer B., T. Nadauld, K. Vorkink, M. Weisbach (2022) qui montrent que les variations considérables des taux effectivement utilisés ne reflètent pas les conditions de marché et traduisent un "lissage" des valeurs liquidatives des fonds de nature à biaiser l'allocation de capital au *private equity*. Gompers P., S. Kaplan, V. Mukharlyamov (2016) indique cependant qu'en pratique, la promotion des fonds recourt peu à la méthode des *cash flows* (DCF) et s'appuie surtout sur l'affichage de TRI et de multiples de valorisation.

- **Un indicateur de performance absolue : le TRI²⁰⁸**

Le Taux de Rendement Interne (TRI)²⁰⁹. Le TRI est le taux d'actualisation qui établit la valeur actuelle nette des flux de trésorerie (négatifs des levées de capital, positifs des distributions) du fonds à zéro.

Limites de l'indicateur : Le TRI est en général critiqué aussi pour l'hypothèse implicite qu'il fait d'un réinvestissement des investissements réalisés et distribués pendant la durée de vie du fonds. De façon similaire, il ne tient pas compte du coût du capital levé mais non encore appelé par le fonds (*dry powder*). La réponse à cette

²⁰⁷ Gompers P., S. Kaplan, V. Mukharlyamov (2016) contraste avec l'accent mis en général sur la méthode DCF dans les cours de finance, e.g. d'écoles de commerce, et avec Graham J., C. Harvey (2001), selon qui les DCF sont autant utilisés que les TRI.

²⁰⁸ Cf. e.g. Albers-Schönberg A., M. Prah, B. White (2019); Measuring private equity fund performance; INSEAD; US SEC Asset Management Advisory Committee (2020); Private Investment Sub-Committee Update;16/09/20 et multiples références académiques citées.

²⁰⁹ Ou Internal Rate of Return (IRR) en anglais.

critique consiste à calculer un "TRI modifié" qui ajuste le coût d'immobilisation du capital à l'aide d'un taux d'actualisation qui en reflète le coût et les gains tirés des réinvestissements par un taux de rendement approprié.

Surtout, très sensible au timing des flux de trésorerie (Tableau 14), le niveau du TRI s'accroît quand les levées de capital sont retardées par le recours à des lignes de crédit/*bridge financing*. Des simulations de Braun R., J. Cornel, P. Schillinger (2019) mesurent cette sensibilité. Le recours à des facilités de moins de 6 mois accroît de 47 pb le TRI moyen (de 20 pb le TRI médian). Le recours à des prêts à un an l'accroît de 120 pb (57 pb en médiane)²¹⁰. À l'inverse, afficher un TRI élevé incite à accélérer les sorties en capital.

Des biais peuvent résulter aussi de l'agrégation de TRI, e.g. ceux de multiples investissements d'un même fonds ou de différents fonds. En particulier, un TRI corrélé à la durée de vie de l'investissement est biaisé (Gottschalg O. L. Phalippou (2009)). Le TRI est, en effet, un rendement par période, là où l'investisseur s'intéresse au rendement total, final ; or les fonds de durée de vie plus longue ressortent comme moins performants, d'où un biais du TRI moyen à la hausse. La portée des comparaisons entre TRI est donc en général limitée. Plus généralement, les comparaisons avec les performances des marchés boursiers se font sur la base d'indicateurs plus adaptés que le TRI (voir section sur les PME ci-après).

La mesure de performance n'est en principe possible qu'à long terme car le TRI n'est observable qu'après distribution finale du fonds. Une alternative est proposée par Boyer B., T. Nadauld, K. Vorkink, M. Weisbach (2018), qui évaluent la performance (d'indices construits) sur la base des prix de transaction effectifs des marchés secondaires de parts de fonds de *private equity*. Ces indicateurs permettent ainsi de suivre les rendements du marché sur une base trimestrielle.

Sur la base d'une enquête auprès de sociétés de gestion menée à une échelle globale, Gompers P., S. Kaplan, V. Mukharlyamov (2016) montre que les sociétés de gestion valorisent leurs actifs plutôt sur la base des taux de rendement internes (TRI) et multiples du capital investi de sociétés comparables²¹¹ et "*ciblent en général un rendement sur leurs investissements supérieur à un taux basé sur le CAPM. Les taux de rendement internes (TRI) cibles semblent aussi être ajustés par différentes sociétés de gestion à l'aide de facteurs différents*".

- **Des ratios de performance (Multiple of Money) : MoIC et TVPI²¹²**

Le multiple de *Total Value to Paid In* (TVPI) rapporte la somme des distributions déjà effectuées aux investisseurs du fonds et de la valeur résiduelle du fonds (NAV), au capital effectivement investi (déjà versé). Il repose donc sur une part décroissante au fur et à mesure de la vie du fonds d'estimations de sa valeur résiduelle. Le Multiple of Invested Capital (MoIC) utilise comme dénominateur du ratio le montant total de l'investissement initial (avant paiement). Les deux ratios sont donc identiques pour un fonds après la fin des appels de capitaux par le fonds. **Limites de ce type d'indicateur** : Contrairement au TRI, ces multiples, souvent utilisés en cours de vie du fonds, ne pondèrent pas les rendements dans le temps et ne tiennent donc pas compte du timing des appels de capitaux et distributions, ni de la valeur liquidative du portefeuille à tout autre moment qu'à la date d'évaluation considérée²¹³.

- **Indicateurs de performance relative**

Les indicateurs de performance relative PME (*Public Market Equivalent*) comparent les performances des fonds et des marchés boursiers²¹⁴. À l'échelle d'un fonds, la méthode de base (Long A., C. Nickels (1996)) simule la performance qu'auraient eu les *cash flows* du fonds si ses investissements avaient eu le même rendement que les marchés cotés retenus pour la comparaison. Le TRI du fonds est alors rapporté à celui déduit de cette simulation.

Un perfectionnement des indicateurs pertinents : Ces simulations présentent, compte tenu de la structure temporelle usuelle des *cash flows*, l'inconvénient d'afficher souvent des valeurs négatives en début de vie du fonds. La méthode PME+ corrige cet effet, en s'assurant que la valeur de l'investissement simulé reste bien la même *in fine*. Le mPME du fournisseur de données Cambridge Associates utilise, aux mêmes fins que le PME+, un coefficient

²¹⁰ Cf. aussi discussion par: "The faulty metric at the center of private equity's value proposition"; Institutional Investor; 11/09/19.

²¹¹ Identifiées et utilisées comme éléments de référence pour les fins des valorisations relatives.

²¹² Cf. e.g. Albers-Schönberg A., M. Prah, B. White (2019); Measuring private equity fund performance; INSEAD; US SEC Asset Management Advisory Committee (2020); Private Investment Sub-Committee Update; 16/09/20 et multiples références académiques citées.

²¹³ NB : comparer des multiples requiert de savoir s'ils sont, ou pas, calculés nets des frais et coûts, et du carried interest à la charge des LP.

²¹⁴ Cf. e.g. méthodologie décrite par [Albers-Schoenberg \(2019\); Measuring Private Equity Fund Performance; INSEAD Background Note](#).

correcteur non plus unique/statique mais dynamique. Kaplan-Schoar²¹⁵ construit ici un ratio indiquant une sur (sous)-performance relative de l'investissement privé s'il est supérieur (inférieur) à 1. Le Direct Alpha²¹⁶, enfin, mesure sans biais la performance du fonds par rapport à l'indice de référence, en ajustant les *cash flows* de leur performance simulée. Actualisant la valeur future des *cash flow* (négatifs des appels de capital par le fonds, positifs des distributions) il calcule un pourcentage de sur/sous-performance du fonds par rapport au marché considéré.

Limites des indicateurs : Korteweg A., S. Nagel (2016) montre qu'un recours simple au PME crée des distorsions fortes de l'appréciation des rendements du VC, e.g. en particulier pour les années 1980 et 1990, où les rendements affichés ont été les plus élevés, et propose une approche stochastique généralisant l'approche du PME²¹⁷.

L'Her J-F., R. Stoyanova, K. Shaw, W. Scott, C. Lai (2016), d'une part, Harris, Jenkinson, et Kaplan S. (2016), d'autre part, soulignent l'importance du choix de la base de comparaison des performances entre *private equity* et marchés boursiers (e.g. les marchés ou segments de marchés d'actions cotées considérés à cette fin). Phalippou L. (2020a, 2020b) souligne également les incitations commerciales à faire des choix opportunistes en la matière. Par exemple, l'utilisation d'indices internationaux d'actions cotées (e.g. MSCI ou FTSE) comme base de comparaison avec des investissements domestiques, est biaisée. Évaluer les performances du LBO américain à l'aune de l'indice S&P 500 comporte des biais sectoriels et de taille. Pour les *mid* et *small caps*, les comparaisons avec l'indice Russell 2000 sont affectées par la méthodologie de sélection de valeurs de cet indice.

La sensibilité des différents indicateurs à la structure des flux de cash flow est illustrée par une simulation de calcul de TRI (IRR) et TVPI (MOIC) pour des flux de même valeur actualisée nette dans le tableau suivant.

Tableau 14 : Illustration : TRI et TVPI pour 3 flux de cash flows de même valeur actualisée nette

Year	0	1	2	3	4	5	IRR	MOIC	NPV 8%
Investment 1	-10.00	5.00	5.00	5.00	5.00	5.00	41%	2.50	9.23
Investment 2	-10.00	0.00	0.00	0.00	14.10	14.10	26%	2.82	9.23
Investment 3	-10.00	11.19	11.19	0.00	0.00	0.00	76%	2.24	9.23

Source : US SEC. NPV : valeur actualisée nette des cash flows.

3.2.3 Des impacts du *bridge financing* sur la performance des fonds

L'impact du recours aux lignes de crédit par les fonds de *private equity* issu des simulations de Braun R., J. Cornel, P. Schillinger (2019) pour les fonds de LBO aux États-Unis est confirmé par Albertus J., M. Denes (2020) : les fonds utilisant des lignes de crédit "*have substantial distortions in performance measures sensitive to cash flow timing. Subscription lines of credit (SLCs) are more common among poorly performing funds and increase carried interest (...). These results highlight the agency costs of SLCs arising from an underlying agency conflict between fund managers and investors*". Plus généralement, PitchBook (2019) observe que près de la moitié des gérants de *private equity* révisent leur TRI à la baisse à l'approche de la fin de vie des fonds qu'ils gèrent. Les investisseurs institutionnels qui tendaient, pour de bonnes et mauvaises raisons (il peut aussi être dans leur intérêt de surévaluer le TRI), à considérer trop exclusivement le TRI comme seul indicateur de performance, semblent donc reconnaître la nécessité de suivre plusieurs indicateurs²¹⁸.

3.3 Conflits d'intérêt et intégrité de marché

3.3.1 Conflits d'intérêt

Le *private equity* et les diverses activités d'intermédiation de marché liées – e.g. de fusion-acquisition – exposent potentiellement, notamment au sein de groupes de plus en plus intégrés et diversifiés, leurs promoteurs et gestionnaires de portefeuille à de multiples conflits d'intérêt. Sans préjuger de leur matérialité, et de l'efficacité

²¹⁵ Kaplan S., A. Schoar (2005); Private equity performance: Returns, persistence, and capital flows; Journal of Finance 60, 1791-1823.

²¹⁶ Griffiths B. (2009); Estimating alpha in private equity, in Oliver Gottschalg (ed.), Private Equity Mathematics, 2009, PEI Media; Gredil O., B. Griffith, R. Stuck (2014) propose la méthode Direct alpha sur la base de comparaisons d'indicateurs de performance de cash flows effectivement observés pour évaluer leur bruit et leurs biais.

²¹⁷ "With irregularly spaced and skewed VC cash flow data, linear factor models are not readily applicable without strong distributional assumptions. The GPME method avoids these strong assumptions, but is effective in performing risk adjustments (...)".

²¹⁸ Cf. "The faulty metric at the center of private equity's value proposition"; Institutional Investor; 11/09/19.

des dispositifs réglementaires applicables – en particulier, les exigences d'AIFMD de procédures et d'équipes dédiées à la conformité et au contrôle interne, et en France, la doctrine de l'AMF et le règlement déontologique de l'AFG et France Invest – et d'autres normes de marché – e.g. lignes directrices de l'ILPA – ce qui suit décrit différents cas envisageables.

- **Des conflits d'intérêt vis-à-vis des cibles**

Le risque d'une extraction de valeur sur l'horizon d'investissement au détriment de la croissance à long terme des cibles (e.g. au prix d'un endettement à rembourser après la cession de la participation par le fonds, voire de risques pour la solvabilité de la firme) a concentré le débat public, suite à des faillites emblématiques consécutives à des prises de participations par des fonds de *private equity*²¹⁹. Ce type de conflit d'intérêts et les questions relatives à la gouvernance des cibles i.e. relevant du droit des sociétés et du travail, n'est pas abordé ici.

Certains conflits d'intérêt, liés aux opérations de marché et émissions de titres et relevant du droit des titres, ne sont pas spécifiques au *private equity* ou lui sont périphériques. Promouvoir des SPAC²²⁰ crée par exemple des conflits d'intérêt lorsque les sponsors sont aussi gérants de *private equity* (Encadré 3). Cependant certains conflits d'intérêts lui sont plus spécifiques. Par exemple, lors d'un *Management Buy-out* (MBO), la direction d'une entreprise peut manquer d'incitations à favoriser une cession de l'entreprise au meilleur prix, contrairement à ses obligations fiduciaires vis-à-vis des actionnaires existants. En pareil cas, régulateurs et investisseurs mettent des contrôles en place pour une entreprise cotée (e.g. muraille de Chine, comité d'administrateurs indépendants, etc.) qui peuvent faire défaut dans le non coté.

D'importants conflits d'intérêt sont liés aux frais – souvent mal documentés – facturés aux sociétés cibles par les GP²²¹ siégeant à leur conseil d'administration (e.g. frais de surveillance et de *monitoring*, cf. 2.1). Phalippou L., C. Rauch, M. Ueber (2016) établit ici que les "*Management Service Agreements (MPAs) (...) waive a number of GP fiduciary duties, contain several other fees (...) (e.g. break-up and topping fees), and allow GPs to claim wide ranging and discretionary set of expenses. Also, potential kick-back arrangements with suppliers to these companies may present the largest potential for conflicts of interest, and these are neither addressed in the Limited Partnership Agreement (LPAs) nor in the MSA. Hence, the issue of the potential for GPs conflicts of interest and their resolution in practice seems to be a highly relevant question.*"²²² De façon générale, la multiplicité des sources de frais (2.1.1.2, Annexe 2, C. Rauch, M. Ueber (2016), Graphique 74) est susceptible de s'accompagner de conflits d'intérêt.

- **Des conflits d'intérêt vis-à-vis des souscripteurs des fonds (e.g. LP)**

Les principaux conflits d'intérêt des gestionnaires de *private equity* vis-à-vis des investisseurs (e.g. LP)²²³ concernent l'alignement d'intérêt du gestionnaire sur celui des investisseurs. Des conflits peuvent toutefois concerner aussi l'équité de traitement des porteurs, e.g. lorsque la SGP gère/promeut plusieurs fonds simultanément.

Un certain nombre de conflits d'intérêt propres au *private equity* ont été identifiés par la Chambre des communes britannique (*House of Commons Treasury Committee* (2007)), des travaux approfondis par IOSCO (2007, 2009), qui mettent en particulier en exergue des conflits d'intérêt susceptibles d'être associés. En France, l'agrément des sociétés de gestion est conditionné par leur identification et leur gestion des conflits d'intérêt. Pus généralement, cependant les travaux cités identifient, par exemple, des possibilités de conflit liées à :

- La commercialisation et aux levées de fonds, justifiant une divulgation appropriée aux parties prenantes,

²¹⁹ Cf. e.g. débats du Comité sur les services financiers de la Chambre des représentants aux U.S. (U.S. HR FSC (2019b)). Les faillites sont parfois médiatisées, comme Toy's R Us (Bain, KKR, Vornado) en 2018, ou récemment Envision Healthcare (KKR) aux U.S., ou Eurovita (Cinven) en Italie.

²²⁰ Cf. e.g. Grillet-Aubert L. (2021), la [Cartographie des tendances et des risques de l'AMF de 2022](#) montre cependant un repli du marché.

²²¹ Rappelons que la perception de tels frais n'est pas courante en France et y fait l'objet d'un traitement *ad hoc* (cf. 2.1.1.2).

²²² LPA: Limited Partner Agreement; MSA: Management Services Agreement : contrats établissant le fonds et sa gestion.

²²³ Aux États-Unis, suite à une campagne de la SEC en 2014, l'observation la plus courante faite lors de l'examen de sociétés de capital-investissement concernait la perception et l'allocation des frais par les gérants. "*When we have examined how fees and expenses are handled by advisers to private equity funds, we have identified what we believe are violations of law or material weaknesses in controls over 50 % of the time*" (Andrew J. Bowden, OCIE, U.S. SEC, "[Spreading Sunshine in Private Equity](#)," 6/05/14). La transparence sur les frais continue de faire débat outre-Atlantique ([Private equity's opaque costs mystify the pensions that pay them](#), Bloomberg, March 29, 2022).

- La gestion par une même société de gestion de stratégies ou de fonds concurrents, notamment lorsque la société de gestion gère simultanément des fonds finançant la dette et le capital des sociétés cibles,
 - Différents facteurs potentiels d'inégalité de traitement des LP – qu'il s'agisse d'allouer des opportunités, de co-investissements, ou de gérer les LP en défaut,
 - Des décisions relatives à la gestion du fonds – e.g. concernant les désinvestissements des sociétés cibles ou la durée de vie du fonds,
 - La valorisation des participations du fonds et les opérations de cession,
 - Différentes modalités pouvant être associées à la gestion des sociétés cibles – e.g. prélèvement de frais de transaction, perception de rémunérations, administration des sociétés, allocation des ressources de la société de gestion, etc.
- **De multiples facteurs et tendances accroissent les conflits d'intérêt ou réduisent la capacité à les gérer**

Le développement du *private equity* multiplie les sources de conflit d'intérêt, en particulier sa consolidation et l'intégration des activités de gestion et de distribution de fonds (de sociétés d'assurance), dans des groupes (cf. 2.2). L'innovation, la complexification des montages et opérations (*bridge financing*, opérations secondaires, etc.) accroissent les asymétries d'information. La diversification de l'offre de services, la multiplication des activités (administration et fourniture de conseil aux sociétés cibles, fourniture de crédit, etc.) sont porteuses aussi de tels conflits. Ceux qui sont liés à la fourniture simultanée de financements par actions et par dette apparaissent en outre lors des retournements de conjoncture, les intérêts des investisseurs divergeant²²⁴.

Ces risques sont, certes, atténués par le risque réputationnel pesant sur les sponsors et les bonnes pratiques généralement promues (e.g. IOSCO (2009)). Cependant, l'adoption de clauses protectrices, de précisions sur les incitations des gérants dans les contrats et les conditions de transparence applicables dépendent de négociations qui, dans le contexte de taux bas de ces dernières années, n'ont pas été favorables aux investisseurs, concurrents entre eux dans la recherche de rendement (*search for yield*)²²⁵. Au-delà, les investisseurs institutionnels, gérant eux-mêmes pour compte de tiers, sont aussi exposés à des relations d'agence. Leurs incitations à gérer les conflits d'intérêts des gérants de *private equity* pourraient mériter d'être (ré)examinées²²⁶. Enfin, l'investissement des particuliers crée des risques de conflits d'intérêt qui peuvent leur être spécifiques, au regard de leurs besoins de transparence et de leur moindre influence sur les conditions contractuelles offertes.

3.3.2 Manipulation, fraude, abus de marché

Selon IOSCO, "*The significant flow of price sensitive information in relation to private equity transactions, as with other M&A activity, creates considerable potential for market abuse. In some markets, this flow may increase with greater size and complexity in transactions and when more parties become involved. If a jurisdiction does not have sufficient market abuse oversight mechanisms in place, market abuse can undermine investor confidence in a market and affect the liquidity investors are willing to provide to issuers in the future.*" "*The involvement of participants in both public and private markets and the development of related products traded in different markets, e.g. CDSs on leveraged loans, increases the potential for abuse*"²²⁷.

S'il est par nature difficile d'évaluer l'intégrité du marché et son évolution, certain cas illustrent les risques.

²²⁴ Moody's (2022a) note : "*Private equity firms have continued to expand their roles as originators and managers of alternative investments, including private credit, while also maintaining traditional private equity investing activity, raising questions regarding how investor interests, whether private equity or private credit, are weighed and prioritized. The lending arms of the same alternative asset managers that operate private equity firms target much of their lending to private equity sponsored portfolio companies, which can lead to potential conflicts of interest (...), which would likely become more extreme in an economic downturn or default cycle*".

²²⁵ Cf. 4.3.3 et e.g. "Private funds face a push to provide more disclosure; Wall Street Journal; 06/07/22.

²²⁶ Selon L. Phalippou (Brown G., L. Phalippou (2022)), par exemple : "*The situation is a double-layer agency conflict. The real principal are the retirees themselves, the beneficiaries of the pension fund, which functions as the agent of the beneficiaries—and which is in turned served by another agent, the private equity fund manager. In such cases, the private equity teams working with the pension fund generally do not want things like their own fees to become public information. (...) They are happy with bogus IRRs which exaggerate performance, (...) bogus fee reports that underreport the fees they paid. (...) In sum, LPs and GPs are both agents*".

²²⁷ IOSCO (2007, 2009) s'appuie sur des travaux notamment sur des travaux de la FSA (e.g. (2006) et de la chambre des communes britanniques (House of Commons Treasury Committee (2007))).

La faillite du fonds Abraaj qui comptait pourtant de gros institutionnels parmi ses investisseurs (e.g. la Banque Mondiale, Hamilton Lane, etc.) a mis en évidence²²⁸ la capacité de tels fonds de mettre en œuvre des pratiques illégales, en l'occurrence à :

- Utiliser des fonds des investisseurs pour les besoins en fonds de roulement et engagements du groupe Abraaj ;
- Altérer le reporting de fin d'année de fonds pour masquer une perte de 200 millions de dollars et des opérations visant à faire apparaître à tort le groupe Abraaj comme solvable ;
- Dissimuler une perte de 400 millions de dollars sur deux fonds par un emprunt personnel de 350 millions de dollars et la production d'états bancaires et financiers trompant auditeurs et investisseurs.

On observera ici l'absence de recours aux services d'un dépositaire, obligatoire au sein de l'Union européenne, qui aurait été de nature à limiter les risques.

Récemment, la SEC a notamment sanctionné de multiples défauts d'alignement du *private equity* sur l'intérêt des porteurs (surtout des pratiques relatives aux frais du VC), un usage abusif d'informations privilégiées, un cas de fraude (410 millions de dollars) – et également un cas de défaillance d'audit²²⁹.

3.4 Des risques de liquidité, malgré la structure en général fermée des fonds

L'illiquidité des actifs du *private equity* n'est pas sans incidence sur la capacité des fonds à honorer leurs engagements initiaux. On a noté ici la difficulté des fonds à liquider leurs actifs en fin de vie, qui induit souvent des extensions de durée de vie des fonds au-delà de leurs engagements : en France, fin 2020, sur 569 fonds FCPI, FCPR et FIP offerts au public, 253 (45 %), avaient ainsi dépassé leur durée de vie initialement annoncée, parfois de plusieurs années²³⁰. L'AMF a mis en place un groupe de travail pour identifier des solutions propres à faciliter et accélérer la fin de vie des fonds et les rendre conformes à leur prospectus. Il s'agit de rétablir l'incitation du gérant à finaliser les liquidations là où "*la non-cession de participations peut refléter leur moins bonne qualité et la peine à trouver preneur. La génération de carried interest est de ce fait plus faible et les frais de gestion, calculés sur les encours restants, faibles dans l'absolu*"²³¹.

Structurellement, la demande de liquidité au passif des fonds de *private equity* reflète la tendance de moyen terme à l'institutionnalisation de l'investissement. Historiquement, les levées de fonds étaient souvent issues de réinvestissements de LP, c'est-à-dire assises sur le produit d'investissements précédents en *private equity*. Le retrait des investissements pour compte propre des banques de l'investissement en *private equity* suite à la grande crise financière a réduit cette persistance. L'impact du changement de nature des investisseurs (LP) au regard de leurs contraintes de passif reste à mieux évaluer²³², certaines évolutions de l'offre révélant ici la volonté croissante des fonds de satisfaire des contraintes et demandes de liquidité des LP – par leur recours au *bridge financing*, le développement des opérations secondaires (à un rythme supérieur à celui du marché), etc. (cf. 2.2.3).

Au-delà, le processus de "*retailization*" en cours s'accompagne d'une demande accrue de liquidité : "*Individual investors are often concerned about liquidity (...), so in order to tap that source of funding, fund managers created structures with liquidity provisions that allowed for some ability to redeem assets on a regular, often quarterly, basis*"²³³. Au-delà des fonds perpétuels (*evergreen*) existants (depuis plus de vingt ans), qui connaissent du reste

²²⁸ Cf. e.g. Bloomberg; Abraaj's Naqvi Fined \$136 Mn over firm's collapse; 27/01/22; Brown G., L. Phalippou (2022).

²²⁹ E.g. SEC Charges VC Fund Adviser Alumni Ventures Group with Misleading Investors on fees; Alumni Ventures Group, LLC Repays \$4.7 Mn; 02/03/22; SEC Charges VC adviser Energy Innovation Capital Management for overcharging fees; 02/09/22; SEC charges private equity firm Ares Management LLC with compliance failures; 26/05/20; SEC Charges Vika Ventures and its CEO in \$6 Mn Fraudulent Offering; 08/12/22; SEC Charges Three Sales Agents at StraightPath Venture Partners With Fraud and Unregistered Broker Activity; 23/03/23; SEC charges PF Auditor and Audit Engagement Partner with Improper Professional Conduct 30/03/23.

²³⁰ Cf. [communiqué de presse de l'AMF du 23/02/22](#). L'Agefi Hebdo ; Le private equity doit optimiser la fin de vie de ses fonds" du 16/03/22.

²³¹ Bain & Co (2023).

²³² E.g. Goyal A., S. Wahal, M. Yavuz (2021) indique qu'une part élevée des capitaux levés par les fonds provient du réinvestissement de LP auprès des mêmes GP. Cependant, les auteurs notent aussi une tendance à investir auprès de gérants n'ayant pas d'historique de performance. L'étude indique aussi que "*selon Lerner J., A. Schoar, W. Wongsunwai (2007) (...) la probabilité de réinvestissement est de près de 50 % (cf. aussi DaRin M., L. Phalippou (2014), Hochberg Y., A. Ljungqvist, A. Vissing-Jørgensen (2014), Phalippou L. (2020), and Robinson D., B. Sensoy (2013))*", et précise que "*le réinvestissement permet d'exploiter de l'information privilégiée obtenue lors des précédents investissements*".

²³³ Retail investors learn the hard way about private market illiquidity; PitchBook; 10/12/22.

un regain de croissance, de nouvelles structures visent à satisfaire cette demande de liquidité des particuliers, avec les vulnérabilités associées (cf. 3.1.1.2). La décollecte qui a conduit Blackstone à plafonner les rachats de deux de ses fonds privés (des fonds immobiliers) en décembre 2022 en donne un exemple récent²³⁴.

Les investisseurs en *private equity* sont exposés à un risque de liquidité asymétrique en cas de retournement de marché. On peut craindre ici un impact du resserrement des conditions de crédit sur leur équilibre actif-passif. Des effets "procycliques" de la gestion de fonds de *private equity* pourraient s'y ajouter : i) des retards de l'arrivée des fonds à maturité (e.g. IPO de sociétés en portefeuille, cessions à des fonds secondaires) et des restitutions aux investisseurs (dividendes, produits de cessions d'actifs) ; ii) des appels de capitaux des fonds profitant de faibles valorisations de marché pour procéder à des acquisitions. Des effets prix adverses seraient en outre à craindre, là où, en contexte de taux bas, la valeur des cibles au terme d'une phase de croissance pourrait faire l'objet de corrections à la baisse (Graphique 58, Graphique 59). Le *hedge fund* Capstone²³⁵ souligne ici l'impact des crises de liquidité sur la demande des investisseurs en *private equity* lors des retournements de marché : entre 2001 et 2003, la chute de 48 % de l'indice S&P 500 aurait engendré un besoin de liquidité (en dollars) équivalent à 25 % des encours globaux de *private equity*. Suite à la crise de 2008-2009, ce besoin aurait représenté 14 % des encours. Un tel besoin de liquidité s'élèverait aujourd'hui, selon cette source, à près de 1 trn de dollars et pourrait contraindre les investisseurs en *private equity* à procéder à des ventes d'actifs liquides (e.g. d'actions cotées) dans des conditions de marché dégradées. Dans ce contexte, le *hedge fund* propose aux investisseurs concernés une offre de couverture des risques extrêmes²³⁶.

Plus généralement, Franzoni F., E. Nowak, L. Phalippou (2012) stipule que "*Le private equity souffre d'importantes expositions aux mêmes facteurs de risque de liquidité que les actions cotées et d'autres classes d'actifs alternatifs. La prime de risque de liquidité non-conditionnelle est de 3 % par an et réduit l'alpha à zéro dans un modèle à quatre facteurs*". Les auteurs l'expliquent par la dépendance des rendements du *private equity* à sa capacité de refinancement (*funding liquidity*²³⁷) : "*times of low market liquidity are likely to coincide with times when private equity managers may find it difficult to refinance their investments. In these periods, they may be forced to liquidate the investments or to accept higher borrowing costs, which in turn translates into lower returns for this asset class. (...) Private equity investments are sensitive to the liquidity of credit markets because their debts are occasionally refinanced*". Les résultats empiriques confirmant cette hypothèse, les auteurs concluent à un pouvoir de diversification du *private equity* très inférieur à celui qui est attendu, hors prise en compte du risque de liquidité.

3.5 Des risques liés à l'endettement (effet de levier)

Les effets de levier d'endettement associés à la mise en œuvre de stratégies de *private equity* peuvent viser plusieurs objectifs. Le premier est de démultiplier le rendement des investissements en capitaux propres. Par ailleurs, l'endettement des sociétés détenues renforce l'alignement d'intérêt de leur management sur celui des actionnaires. En contrepartie, ces effets créent des risques financiers, pour la performance du fonds, voire, le cas échéant, de faillite des sociétés cibles. Sous un angle macrofinancier, la corrélation des risques associés au levier et ses effets procycliques ont une influence sur la stabilité financière dont l'évaluation est perfectible.

3.5.1 Nature et mesure des différentes sources d'effet de levier

Le levier d'endettement usuellement mis en place par le *private equity* – notamment le LBO, dont les opérations engagent, comme leur nom l'indique, de puissants effets de levier – peut se trouver à plusieurs niveaux :

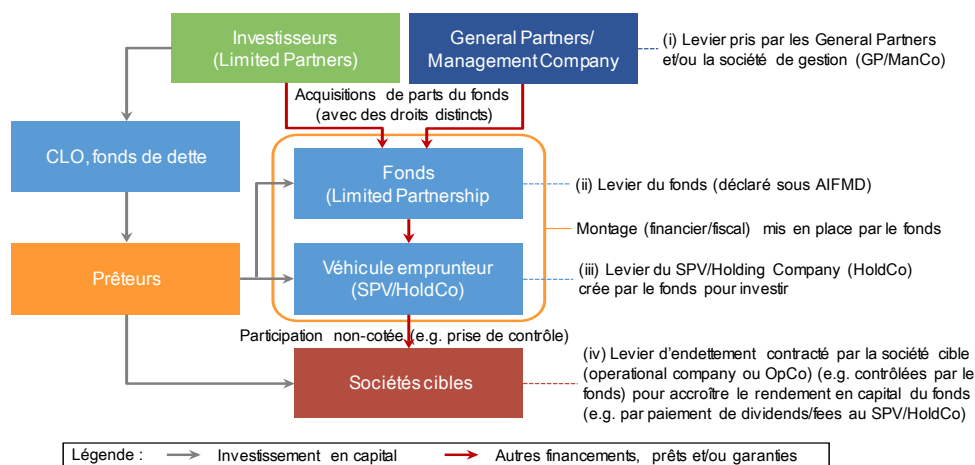
²³⁴ Cf. e.g. Blackstone's BREIT Highlights Looming Dangers of Private Funds; Wall Street Journal; 12/12/22; Blackstone may slow launch of private equity fund after investor withdrawals; Financial Times; 10/12/22.

²³⁵ Cf. contribution de Tom Leake, Head of Solutions de Capstone Investment Advisors, *hedge fund* spécialisé dans les dérivés et la volatilité à l'article "The \$1 trillion shortfall if private equity bets turn sour"; Risk.net; 21/04/22.

²³⁶ Les techniques utilisées et la capacité des *hedge funds* à absorber un tel choc par des ventes de protection resteraient à évaluer.

²³⁷ L'étude estime cette capacité sur la base du Senior Loan Officer Survey de la Federal Reserve.

Graphique 42 : Schéma des flux de financement d'un montage de *private equity* caractéristique



Source : AMF sur la base, notamment, de BVCA (2014); IPC-PERC (2021); Jenkinson T., M. Kim, H. Weisbach (2021).

i) Au niveau des *General Partners* et/ou de la société de gestion investissant dans le fonds

Les GP et gestionnaires de portefeuille ont la capacité de s'endetter pour procéder à leurs investissements dans le fonds. Cet endettement n'est *a priori* pas explicitement lié à l'investissement effectué et ne fait en principe l'objet d'aucune source d'information publique. Sous AIFMD, le levier de la société de gestion fait explicitement l'objet d'une exemption déclarative, et le risque est de nature à être limité par les exigences de fonds propres applicables.

ii) Le levier d'endettement du fonds *stricto sensu*

Cet endettement de l'entité juridique du fonds au sens strict est déclaré en Europe sous AIFMD comme aux États-Unis dans le Form PF. Les exigences déclaratives d'AIFMD résultent initialement surtout du désir de suivre et gérer les risques de *hedge funds*, suite à des faillites²³⁸ montrant la portée systémique des positions sur les marchés obtenues à l'aide de dérivés, i.e. un levier "synthétique"²³⁹. Tous les FIA sont aujourd'hui soumis à des exigences de gestion des risques pouvant affecter la stabilité financière et de reporting relatif à la liquidité et au levier²⁴⁰. Dans le *reporting* (au régulateur), le levier est défini comme "toute méthode par laquelle le gestionnaire accroît l'exposition d'un FIA qu'il gère, que ce soit par l'emprunt de liquidités ou de valeurs mobilières, par des positions dérivées ou par tout autre moyen" (Art. 4)²⁴¹, deux méthodes de calcul étant précisées²⁴² :

$$\text{Levier brut} = \frac{\text{Valeurs des actifs (hors dérivés)} + \text{dérivés en positions équivalentes (sans compensation)} + \text{Emprunt} - \text{Trésorerie élargie}}{\text{Valeur Nette d'Inventaire}}$$

$$\text{Levier en engagement} = \frac{\text{Valeurs des actifs (hors dérivés)} + \text{dérivés en positions équivalentes (avec compensation)} + \text{Emprunt}}{\text{Valeur Nette d'Inventaire}}$$

où la "Trésorerie élargie inclut la trésorerie et les équivalents de trésorerie dans la devise principale du FIA".

Sur ces bases, l'article 25 d'AIFMD stipule que les autorités compétentes "évaluent les risques que pourrait entraîner le recours à l'effet de levier par un gestionnaire concernant les FIA qu'il gère" et qu'elles peuvent imposer des limites de recours au levier. À la demande de l'ESRB, l'ESMA a précisé et harmonisé ces dispositions²⁴³ en 2021 par des orientations sur l'évaluation des risques individuel et systémique liés à l'utilisation de l'effet de levier²⁴⁴.

²³⁸ BlackRock (2015) recense certaines faillites impactantes. Aujourd'hui, l'exercice serait cependant à compléter pour être plus exhaustif (e.g. mentionner aussi la faillite d'Amaranth en 2006) et à jour (e.g. mentionner la faillite du fonds Third Avenue en 2017).

²³⁹ Cf. e.g. Breuer P. (2002); Ianiro A., C. Weistroffer, S. Zema (2022).

²⁴⁰ Les exigences de *reporting* varient notamment en fonction du montant des actifs sous gestion.

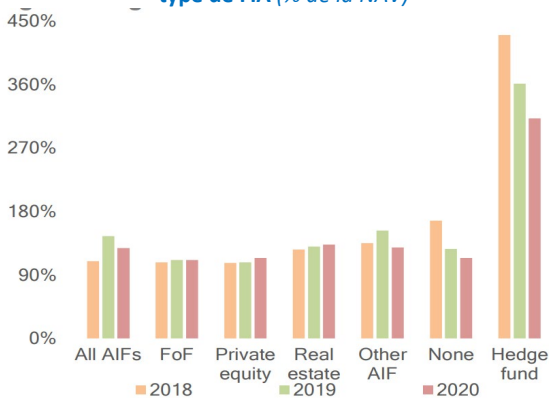
²⁴¹ Breuer P. (2002); Measuring off-balance-sheet leverage; Journal of Banking and Finance, 26-2/3), 223-242

²⁴² Voir Le Moign, C. et Siempis. K. (2019) "Premiers enseignements du Reporting AIFM" pour plus de détails.

²⁴³ ESRB (2017) "Recommendation of the European Systemic Risk Board of 7 Dec. 2017 on liquidity and leverage risks in investment funds".

²⁴⁴ ESMA (2021) "Orientations relatives à l'article 25 de la directive 2011/61/UE".

Graphique 43 : Europe - Ratio de levier brut ajusté* par type de FIA (% de la NAV)



* Ratio de levier brut hors dérivés de taux et de change utilisés aux fins de couverture. Note : FIA gérés et/ou distribués par l'ensemble des AIFM et, sous les seuils déclaratifs, les gérants seulement enregistrés dans les juridictions nationales. Données pour l'EEA30. Sources : base AIFMD, autorités compétentes nationales, ESMA.

Tableau 15 : France : distribution du levier net en engagement par stratégie (21T4, % de la NAV)

	Moyenne	Médiane	1 ^{er} quartile	3 ^e quartile
Hedge Funds	475	100	100	174
Private Equity	100	100	100	100
Fonds immobiliers	161	111	100	173
Fonds de fonds	103	100	100	100

Source : reporting AIFMD à l'AMF. Note : le levier en engagement étant supérieur ou égal à 100 %, un niveau de 100 % est retenu quand un levier moindre est déclaré. Hors valeurs extrêmes jugées non réalistes. Note de lecture : pour le 1^{er} quartile, par exemple, 25 % des observations se situent en-dessous de la valeur indiquée.

Le Tableau 15 ne révèle pas d'évolution significative entre fin 2019 et fin 2021 du niveau de levier en engagement des FIA sous compétence de l'AMF (gérés par des SGP françaises)²⁴⁵. Si les *hedge funds* affichent des ratios de levier en engagement significatifs (475 %²⁴⁶ en moyenne), ceux des autres types de fonds sont faibles, voire nuls pour les fonds *private equity* sous revue. De plus, ces derniers ne dévient guère de la moyenne : pour les seuls fonds à effet de levier non nul, le 3^e quartile de levier en engagement se situe à 109 %. Ces niveaux faibles d'endettement des fonds de *private equity* sont observés plus généralement, en Europe (Graphique 43)²⁴⁷.

Pour autant, le *private equity* (e.g. le LBO) a par nature vocation à accroître par de (forts) leviers d'endettement le rendement d'investissements en capital. Les faibles niveaux observés sont donc dus au fait que le levier se trouve ailleurs, en aval dans le processus d'investissement. AIFMD ne visait pas, en effet, le *private equity* au premier chef, et ses obligations déclaratives tiennent peu compte de ses spécificités.

Par exemple, les fonds s'endettent aussi pour les fins de la gestion opérationnelle de leur trésorerie. Or, on a observé un recours accru aux lignes de crédit à court-terme (*bridge financing*)²⁴⁸ pour suppléer de façon transitoire aux levées de capital auprès des LP²⁴⁹ (pour en réduire le nombre et les retarder)²⁵⁰. À défaut de mesure précise, ce recours croissant est documenté par des praticiens (Marks H. (2017) (Oaktree Capital) ; Private Capital Investors (2019); Silveira M. (2019) (MJ Hudson)²⁵¹ ; Pitchbook (2020)), qui notent aussi une forte hausse de la durée des prêts. Cet endettement en principe de court terme n'a pas vocation à accroître directement le rendement des fonds et n'est pas comptabilisé comme du levier au sens d'AIFMD. En pratique, le règlement des fonds tend, en France, à limiter le recours au *bridge financing* à 20-25% de la taille du fonds²⁵², et ce, pour une durée limitée.

²⁴⁵ Ne pouvant par construction être inférieur à 100 %, ce levier en engagement a été fixé à 100 % pour les fonds déclarant un niveau inférieur. Certaines valeurs extrêmes jugées non réalistes ont aussi été éliminées.

²⁴⁶ La moyenne du levier pondérée par les actifs nets se situe à 1 576 % pour les *hedge funds*, les gros fonds ayant davantage recours au levier. Pour les autres types de fonds, la moyenne pondérée se situe à des niveaux proches de la moyenne arithmétique (du Tableau 15), à savoir à 100 % pour les fonds de *Private Equity*, 140 % pour les fonds immobiliers et 105 % pour les fonds de fonds.

²⁴⁷ Aux États-Unis la publication des [Private Fund Statistics](#) de la SEC ne mentionne pas le levier d'endettement au niveau des fonds probablement car son niveau est faible.

²⁴⁸ En principe de 3 mois, mais en pratique plus long (e.g. 36 mois). Selon Oaktree Capital (Marks H. (2017)) cité par Ivashina V., B. Vallée (2020), en général le crédit "*must be repaid in the early or middle part of the fund's life (unless extended), although terms are beginning to lengthen*".

²⁴⁹ Le *bridge financing* est en général sécurisé par l'investissement des LP. D'autres formes de financement des fonds (e.g. preferred equity) peuvent être sécurisées par les investissements en portefeuille (PitchBook (2020), Oaktree Capital (Marks H. (2017))).

²⁵⁰ NB : retardant les appels de fonds, elles permettent d'afficher des taux de rendement interne des fonds plus élevés. La publication de lignes directrices en 2017 par l'Institutional Limited Partners Association (ILPA) visait précisément à encadrer et restreindre le recours qui y est fait.

²⁵¹ Silveira M. (2019) fait état de quelques "\$400 bn in outstanding subscription lines globally".

²⁵² Cf. e.g. [Benefits & risks of bridge financing in private equity](#); PCI; 07/10/20.

Notons ici que le coût et l'impact sur les rendements espérés induits par la diversification des fonds de fonds de *private equity* pourrait justifier un recours au levier²⁵³, phénomène qui ne semble à ce stade pas établi pour les fonds de fonds français.

iii) Le levier d'endettement des SPV/HoldCo mis en place par le fonds pour investir

En pratique, le levier des montages de *private equity* est en général porté par un véhicule – *Special Purpose Vehicle* (SPV) ou société d'investissement (*holding company*, "HoldCo") – via lequel le fonds investit dans les sociétés cibles (*operational companies* ou OpCo). Ces SPV/HoldCo sont créés pour des raisons d'optimisation fiscale et, précisément, pour bénéficier d'effets de levier²⁵⁴. Ils font donc partie intégrante de la structure d'investissement mise en place par le fonds, et ce levier est de fait un élément déterminant du profil rendement-risque des fonds²⁵⁵.

La dette des SPV/HoldCo est en général sécurisée par un apport en garantie d'actifs des OpCo qui limite l'exposition du fonds au maximum à la valeur de ses actifs. Ainsi, les LP ne sont pas redevables des dettes du fonds au-delà du montant investi dans ce dernier²⁵⁶, argument qui permet aux dettes concernées d'échapper aux exigences de *reporting* d'AIFMD²⁵⁷. Pourtant, au moins au niveau agrégé, les risques liés à ces expositions pourraient motiver un tel *reporting*²⁵⁸, d'autant que les dettes finançant les opérations de *private equity* sont souvent risquées ("à effet de levier"), recyclées dans des véhicules de titrisation (CLO) ou fonds de dette, véhicules sur lesquels l'information est aussi très limitée et parcellaire.

iv) Le levier d'endettement des sociétés opérationnelles cibles (OpCo)

Suite à leur prise de contrôle par les fonds, notamment de LBO, les sociétés cibles d'investissements en *private equity* sont en général incitées à refinancer l'acquisition de la société faite par le fonds en émettant de la dette. Le levier éventuel du SPV/HoldCo est ainsi refinancé par la remontée de dividendes des OpCo vers le SPV/HoldCo et le paiement d'autres frais. Le financement de la structure mise en place par les fonds est donc étroitement lié à l'endettement des OpCo²⁵⁹. Ce levier des OpCo, qui n'est pas assimilable à celui du fonds²⁶⁰ au sens strict du ii) ou large du iii)), est au cœur de la logique économique du fonds, et doit donc être considéré pour sa double nature de dette *corporate* et de dette dont l'objet est de refinancer le fonds. L'information sur ce type de levier est limitée, mais il a crû significativement aux États-Unis comme en Europe (Graphique 47, Graphique 46).

Les questions sur les risques sur cet endettement et sa soutenabilité, sont accentuées par le fait que la longue chaîne de financement en capital en amont des sociétés non financières (SNF) émettrices et de refinancement de ces dettes en aval, le cas échéant via de multiples intermédiaires (e.g. CLO, fonds de dette, etc.), est de nature à propager les impacts d'événements de crédit ou de faillites. Notons ici en outre que :

- le financement du *private equity* interconnecte très directement la sphère financière et la sphère réelle ;
- chaque maillon de la chaîne est lui-même susceptible d'être leveragé, ce qui est de nature à démultiplier les effets d'un désendettement forcé.

Comme indiqué, la capacité à mesurer ces effets est extrêmement limitée. Sur la base des informations disponibles on note cependant que les risques sont présentement amplifiés par la conjugaison d'accroissements prononcés :

- Des montants de financement concernés : la hausse de l'endettement des SNF liée au *private equity* est attestée non seulement sur le marché des prêts – il est à l'origine de plus de 80 % des plus de 200 milliards d'euros de prêts à effet de levier en 2022 – et d'une part importante des obligations à haut rendement (40 % des émissions en 2021).

²⁵³ Selon FSA (2007): "*In practice leverage facilities at the fund of fund level do occur*".

²⁵⁴ Notons que le levier peut aussi être obtenu via des structures de fonds maître-nourricier.

²⁵⁵ L'information sur les effets attendus de cet endettement sur le profil rendement-risque du fonds est donc très utile aux LP.

²⁵⁶ Cet argument n'est pourtant pas spécifique au *private equity* et caractérise très largement la gestion d'actifs pour compte de tiers.

²⁵⁷ NB : la mise en œuvre des dispositions d'AIFMD à cet égard reste cependant hétérogène. Les fonds immobiliers par exemple, incluent en France ce type d'endettement dans leur reporting AIFMD, sans pour autant que cette pratique soit harmonisée au niveau européen.

²⁵⁸ NB : en Europe, les fonds immobiliers de structure similaire aux fonds de *private equity* sont transparents sur ce type de levier.

²⁵⁹ Accessoirement, les OpCo peuvent aussi créer elles-mêmes des véhicules (SPV) pour les besoins du service de ces emprunts, notamment lorsqu'il s'agit de financements spécialisés (e.g. de compagnies aériennes ou de location de voitures, ou de sociétés de financement).

²⁶⁰ La question n°3 p.37 du Q&A AIFMD de l'ESMA du 04/12/19 (ESMA34-32-352) précise que le levier de la société cible n'est pas pris en compte même si son objet est spécifiquement de rembourser la dette contractée par le fonds pour financer l'acquisition de la société cible.

- De l'importance des effets de levier : jusqu'à une période récente, le levier des LBO se situait entre 3 et 4, i.e. l'acquisition se traduisait par un endettement de 75 % à 80 % de la cible (Metrick A., A. Yasuda (2010) ; Axelson U., T. Jenkinson, P. Strömberg, M. Weisbach (2013)). Depuis, la proportion des cibles de LBO dont le ratio de levier est de 6 fois l'EBITDA ou plus a atteint un record de 80 % aux États-Unis en 2020, ce ratio dépassant même 7 pour plus de la moitié des cibles (Graphique 46). En Europe, selon S&P Global Ratings, le ratio d'endettement médian²⁶¹ aurait décliné de son pic de 7,2x de 2020 à 6,3x, et aux États-Unis, de 6,0x (pic historique) à 5,3x en 2021. Pour autant, un ratio de 4 justifie un suivi spécifique des risques par les banques qui y sont exposées²⁶².
- De la prise de risque, plus généralement, d'investisseurs en recherche de rendement (*search for yield*). Cet endettement est émis par des sociétés dont les valorisations ont beaucoup crû et pourraient être corrigées, e.g. dans les secteurs innovants et/ou difficiles à valoriser²⁶³. Les vulnérabilités sont accrues aussi par le fait que les protections des contrats de prêt ont décliné, les prêts *covenant lite* devenant la norme de marché^{264, 265, 266}. Dans des marchés peu transparents, le levier des fonds serait de nature à amplifier les pertes²⁶⁷ et des effets de liquidité pourraient aussi (3.2.2) amplifier l'effet d'un désendettement (*deleveraging*) ou les coûts de refinancement. Les banques ont donc eu tendance à se retirer de ce type de financement (cf. 3.3.3), souvent au profit de fonds de dette privée ;
- De la hausse des taux d'intérêt, dans un contexte de résurgence de l'inflation. Tirée par les marchés de l'énergie, celle-ci pourrait affecter de façon adverse les SNF financées par le *private equity*. Des tensions de cette nature sont d'ores et déjà observées (cf. 3.3.3).

3.5.2 Traitement du levier dans le reporting AIFMD et Form PF américain

Les dispositions selon lesquelles les FIA de *private equity* ne doivent pas déclarer le levier relatif à leurs *holdings* d'acquisition (SPV/HoldCo) dans le cadre du reporting AIFMD sont à rattacher au Considérant 78 de la Directive selon lequel : "Pour les fonds de placement privés et les fonds de capital-risque, notamment, cela signifie que l'effet de levier qui existe au niveau d'une société de portefeuille n'est pas destiné à être inclus lorsqu'il est fait référence à ces structures financières ou juridiques". Une lettre de l'ESMA du 18 août 2020 sur la revue de la directive AIFMD a suggéré d'amender ce considérant²⁶⁸, mais n'est pas pour autant revenue sur la mise en œuvre de ces dispositions²⁶⁹. Les propositions législatives de la Commission européenne ne prévoient toutefois pas d'amender le périmètre du levier considéré. L'évaluation des risques systémiques induits par le levier des fonds de *private equity* devrait donc rester limitée à une considération des métriques existantes.

²⁶¹ NB : des corrections de l'EBITDA de référence par les émetteurs sont susceptibles d'affecter (en principe à la baisse) le niveau de ce ratio.

²⁶² Au sens large (Investopedia), les prêts à effet de levier sont définis comme des prêts accordés à des entités dont la dette à long terme senior non garantie n'est pas notée high yield (ou "junk"), souvent pour financer des LBO et font l'objet d'un marché secondaire. La structure des *cash flows* de certains dérivés de crédit (e.g. "loan CDS") les apparente à des contrats de prêts mais ils ne sont pas considérés comme tels (plutôt comme des CDS). Plus spécifiquement, les lignes directrices de mai 2017 de la BCE définissent la dette à effet de levier comme celle des firmes dont les emprunts et crédits excèdent 4 fois l'EBITDA et y inclut par défaut celle des firmes contrôlées par des fonds de *private equity*. Des exigences spécifiques de suivi des risques par les entreprises de crédit sont formulées sur ces bases.

²⁶³ Cf. e.g. Tech start-ups race to find creative debt deals, Financial Times ;21/12/22.

²⁶⁴ Plus de 80 % de la dette à effet de levier nouvellement émise et des émissions d'entreprises *Speculative Grade* ne possède que des clauses de respect de ratios lors d'événements spécifiques (*incurrence covenants*). Cette proportion était de 20 % avant la grande crise financière et quasi-nulle en 2010. Ces prêts dits "*covenant lite*" renoncent aux clauses restrictives (*maintenance covenants*) garantissant que certains ratios financiers – e.g. d'endettement et/ou de couverture des intérêts (EBITDA sur montant des intérêts payés) – ne franchissent pas des seuils fixés.

²⁶⁵ On observe aussi une complexification des contrats de prêt, e.g. reflétant la flexibilité accordée aux émetteurs en matière d'endettement, de paiements de dividendes et d'investissement, qui réduit la lisibilité de ces contrats.

²⁶⁶ NB : curieusement, ceci ne semble pas s'accompagner d'une baisse générale observable des notations de crédit des firmes concernées.

²⁶⁷ Cf. e.g. 4.2 sur les marchés de dette à effet de levier non cotée et de titrisations privées. Une détérioration des conditions sur ces marchés est notamment observée aux États-Unis – cf. e.g. US banks use thaw in markets to shift 'hung loans' off their books ; Financial Times ; 22/11/12.

²⁶⁸ La [lettre](#) "recommends removing the reference in the recital mentioning that private equity funds do not have to report leverage at the level of SPV to ensure harmonised reporting requirements for all AIFs independently of their type". La partie du considérant concernée stipule : "For private equity and venture capital funds this means that leverage that exists at the level of a portfolio company is not intended to be included when referring to such financial or legal structures".

²⁶⁹ Le [Q&A de l'ESMA de juin 2023](#) réitère que le levier d'un véhicule contrôlé par un AIF qui acquiert des sociétés non cotées par l'émission de dette est exempté d'obligation de reporting, dès lors que le FIA ne supporte pas de pertes potentielles au-delà du montant de ses investissements dans les sociétés ou émetteurs non cotés.

Aux États-Unis, le *reporting* sur les fonds privés, s'il ne semble pas considérer non plus le levier des fonds de *private equity* via des véhicules intermédiaires ou connexes (SPV/HoldCos)²⁷⁰, couvre au contraire de l'Europe le levier des sociétés détenues (*Controlled Portfolio Companies* ou CPC). Des informations sont notamment demandées concernant les ratios de dette sur capitaux propres, le montant et la structure de la dette (court terme/long terme, taux fixe/variable, part des zéro coupons, dette *Payment In Kind*), et sur les incidents de crédit.

3.5.3 Des risques potentiels pour la stabilité financière

La hausse des ratios d'endettement des cibles de *private equity* (Graphique 47) s'accompagne d'une hausse des risques sur ce type de dette, sur les marchés du crédit et obligataire *high yield* mondiaux et européens. Les entités bancaires qui financent ce type d'endettement à effet de levier sont soumises, sur ce point, à des recommandations de la Fed, de la FDIC et de l'OCC aux États-Unis²⁷¹, et de la BCE²⁷² en Europe²⁷³. Ces risques pour la stabilité financière sont accrus par l'évolution cyclique de l'économie, la fin des politiques monétaires accommodantes étant de nature à freiner la croissance. Les sociétés cibles apparaissent donc vulnérables à un "effet ciseau" qui les affecterait simultanément à l'actif et au passif. Leur actif et leurs revenus souffriraient de difficultés à répercuter les effets de l'inflation, voire de baisses de la demande - ou d'impacts adverses sur certains secteurs (e.g. innovants) - sur leur activité. Simultanément, leur passif pourrait, du fait de la hausse des taux d'intérêt et/ou de fuites vers des financements obligataires jugés plus sûrs, accroître la charge de financement voire rendre difficile le refinancement des dettes (à effet de levier) émises.

Une hausse du coût de (re)financement de la dette à effet de levier est déjà observée. De fortes tensions ponctuelles ont été notées en 2022, surtout aux États-Unis, où des difficultés de (re)financement de certaines opérations ont été remarquées, comme celles du LBO de Citrix et de Nielsen, ou de l'acquisition de Twitter. Ces épisodes ont pointé les limites du financement bancaire, et porté les taux d'intérêt des dettes émises au-delà de 10 %²⁷⁴. De fait, les banques se sont apparemment retirées du financement de la dette à effet de levier (e.g. du marché des prix syndiqués) aux États-Unis. En Europe, cette tendance n'était pas visible à mi-2022, mais l'organe de supervision bancaire de la BCE (SSM) s'inquiète : i) en général de la hausse des expositions des banques aux prêts à effet de levier, qui représentent environ 60 % de leur capital (*common equity* tier-1, CET1) contre 40 % en 2017, et ii) spécifiquement de l'insuffisance du suivi et de la gestion des risques des prêts à effet de levier accordés par les institutions systémiques – ce type d'intermédiation étant surtout concentré par quelques banques²⁷⁵. Dans ce contexte, les fonds de finance privée tendent à prendre le relais de l'offre de crédit. Cependant, s'ils sont prompts à tirer parti des tensions sur les conditions d'octroi de ce type de crédit, une plus grande sélectivité est notée à cet égard²⁷⁶. De fait, les acteurs concernés seront eux-mêmes exposés aux limites de la soutenabilité de cet endettement, Moody's annonçant par exemple une hausse sensible des taux de défaut et de la part des crédits les moins bien notés – en l'occurrence un doublement du taux de défaut mondial des valeurs spéculatives à 4,5 % en 2023, au-dessus de la moyenne à long terme de 4,1 %.

Si leur probabilité s'est accrue, une matérialisation de ces risques à grande échelle n'est pas encore observée. Elle dépend aussi de la capacité des fonds de finance privée à se porter contrepartie en compte propre des opérations financées (à l'instar d'Elliott²⁷⁷ qui a racheté une partie de la dette du LBO de Nielsen), et à procéder à des recapitalisations. Les sociétés de gestion de fonds privés pourraient elles-mêmes, face au retournement cyclique

²⁷⁰ Laissant le cas échéant place à l'interprétation, la question 72 du Form PF s'énonce : "Does the reporting fund borrow or have the ability to borrow at the fund-level as an alternative or complement to financing of portfolio companies?". Le montant et la nature de ces emprunts (Secured by the investments of the reporting fund/by unfunded commitments/by a combination of the two/Other (explain)) est demandé.

²⁷¹ Board of Governors of the Federal Reserve System, FDIC and OCC, [Interagency guidance on leveraged lending](#), 21/03/13.

²⁷² [ECB Guidance on Leveraged Transactions](#), May 2017 définissant pour ses propres fins les prêts à effet de levier comme émis par des sociétés de ratio d'endettement de 4x ou plus ou, et en tout cas par des sociétés détenues par des fonds de *private equity*. Cf. note de bas de page 269 sur la mise en œuvre de ces guidelines en Europe.

²⁷³ L'OICV prévoit de soumettre des guidelines à consultation publique pour préciser les exigences en la matière.

²⁷⁴ Les banques arrangeuses ont réalisé une perte de 600 mn de dollars dans le financement du LBO de Citrix. Les décotes (original issue discount ou OID) observées correspondent à des taux d'intérêt de 10 % pour 4 milliards de dette du LBO de Citrix et de 12,4 % pour 2,1 milliards de dette de celui de Nielsen. Cf. e.g. Bloodbath-Citrix debt BO sale casts shadow over pending deals; Financial Times; 24/09/22, Elliott buys Nielsen debt, backing its own takeover; Financial Times; 13/12/22.

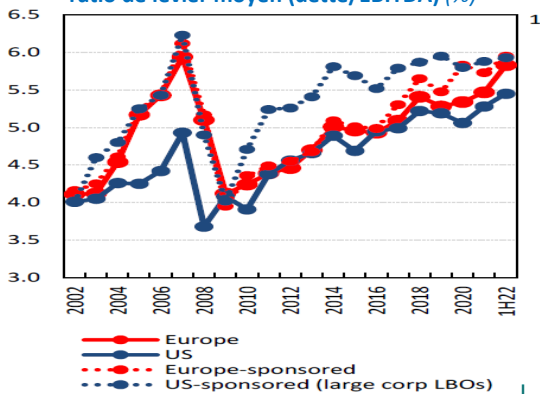
²⁷⁵ ECB chair of the Supervisory Board (SSM) A. Enria [letter to the CEOs of significant institutions on banks on leveraged transactions](#); 28/03/22.

²⁷⁶ Les implications des tensions sur le marché de la dette à effet de levier pour les financeurs bancaires et non-bancaires (fonds de dette privée) sont par exemple discutées par After Citrix-Leveraged finance and the point of no return 22/12/22; Euromoney.

²⁷⁷ Connu comme hedge fund activiste, Elliott est devenu sponsor de fonds de finance privée, e.g. concurrent d'Apollo ou Blackstone.

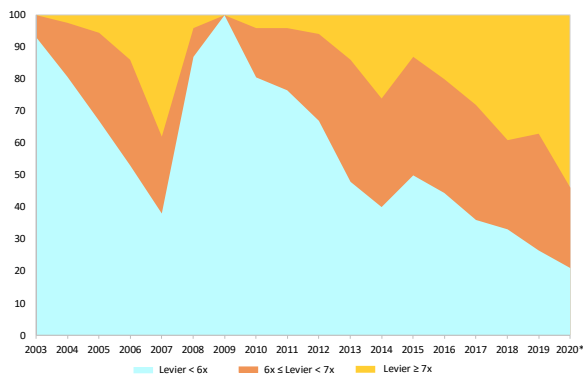
(cf. Graphique 27 sur la baisse du cours des cours des "Big 4"), atteindre les limites d'un modèle d'affaires fondé, en période de taux bas, sur la diversification et l'octroi de crédit. En tout cas, il s'agira d'examiner les transferts de risque des organismes créditeurs, notamment là où les chaînes d'intermédiation sont les plus longues (e.g. CLO)²⁷⁸ et la gestion des conflit d'intérêt des acteurs concernés (cf. 3.1.3), là où la transparence sur les risques peut apparaître limitée.

Graphique 44 : Prêts à effet de levier : ratio de levier moyen (dette/EBITDA) (%)



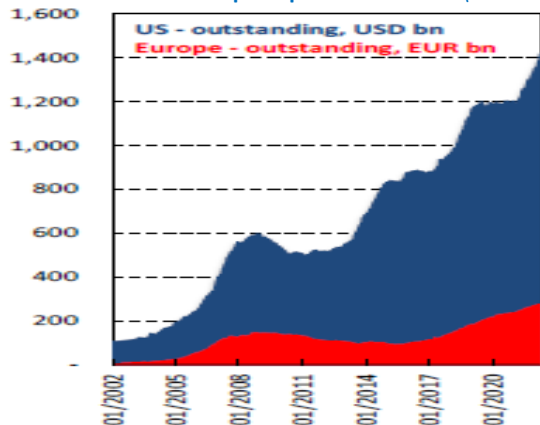
Source : S&P LCD, ECB.

Graphique 46 : Répartition des LBO US par niveau de levier des cibles (%)



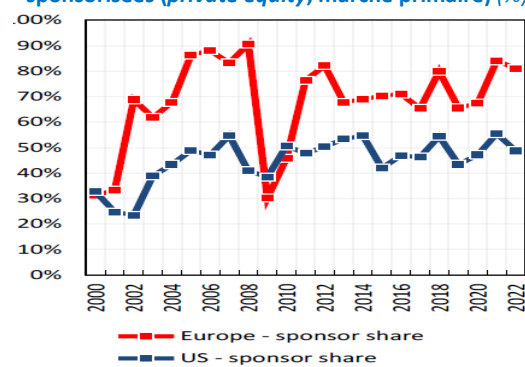
Source : Thomson LPC, PwC, Bain & Co, AMF.

Graphique 48 : Encours des prêts à effet de levier institutionnels dans les principaux indices S&P (mds USD)



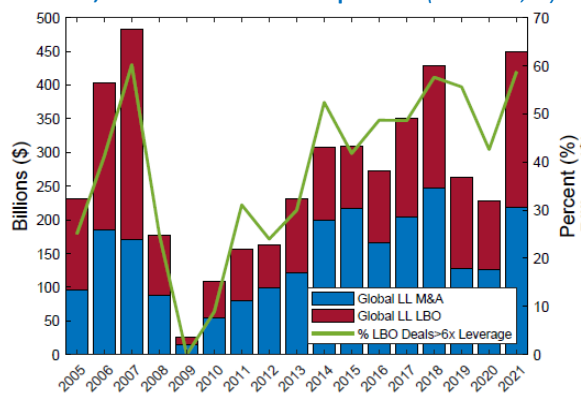
Source : S&P LCD, Bloomberg, ECB calculations.

Graphique 45 : Prêts à effet de levier : part des émissions sponsorisées (private equity, marché primaire) (%)



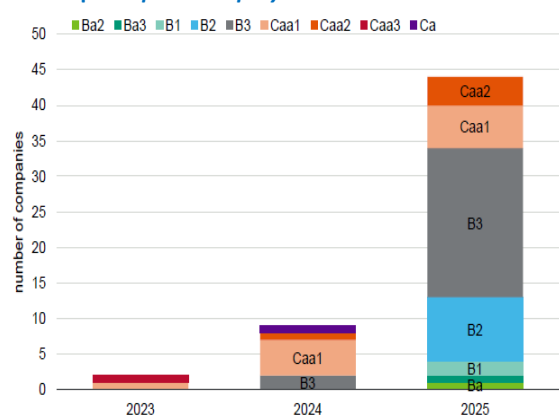
Source : S&P LCD, ECB.

Graphique 47 : Émissions de prêts à effet de levier institutionnels finançant des LBO et autres opérations de M&A, et ratio de levier correspondant (mds USD, %)



Source : FMI (2021), S&P Global (2021), Kundu (2022).

Graphique 49 : Notation des dettes de sociétés détenues par le private equity échéant sous 3 ans



Source : Moody's Investor Services. Source : Moody's (2023).

²⁷⁸ IOSCO a, par exemple, initié des travaux d'identification des bonnes pratiques de gestion des risques de la finance à effet de levier.

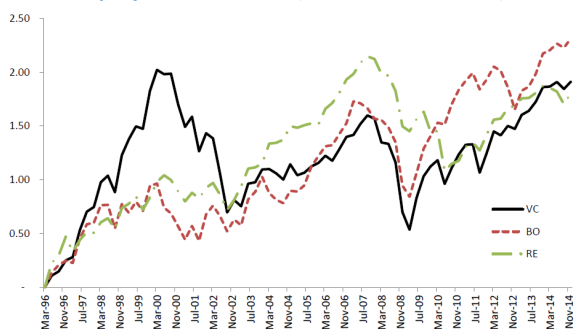
3.6 Une forte cyclicité de l'activité du *private equity*, liée notamment aux effets de levier

3.6.1 Une cyclicité prononcée des valorisations et des performances

Une cyclicité des valorisations et rendements est généralement observée par la littérature académique et les praticiens de marché. L'étude initiale de Kaplan S., P. Strömberg (2009) établit pour un échantillon de LBO PTP (*public-to-private*) que "*prices paid for cash flow were generally higher at the end of the buyout waves than at the beginning. (The first private equity wave began in 1982 or 1983 and ended in 1989; the second began in 2003 or 2004 and ended in 2007)*". Eu égard à la "troisième vague" d'investissement survenue depuis cette publication, l'observation (Graphique 58, Graphique 59) confirme clairement la perception d'une pression croissante à la hausse sur les valorisations des firmes, les ratios de EV/EBITDA des LBO ayant crû de 8 en 2008 à près de 12 en 2021, en Europe comme aux États-Unis (S&P). Ang, A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018) confirme également l'observation d'une cyclicité des rendements du *private equity*, cohérente avec l'hypothèse selon laquelle le *private equity* "*se porte bien quand l'économie se porte bien*"²⁷⁹, une conclusion que Robinson D., B. Sensoy (2011) qualifie comme suit : "*funds raised in hot markets underperform in absolute terms*". En tout état de cause, les praticiens de marché confirment l'observation d'une telle procyclicité des rendements des LBO et plus généralement des fonds de finance privée, les rendements (cumulés) des fonds (Graphique 50, Graphique 51) ressortant comme fortement affectés par les crises financières. Morgan Stanley-Portfolio Solutions Group (2020) (Graphique 53) relève ainsi, pour le LBO, une forte cyclicité et en particulier que la "*performance des millésimes qui suivent immédiatement le déclenchement des crises de marché a été particulièrement forte, ce qui est vrai à la fois sur une base absolue, par rapport aux rendements d'autres millésimes, et sur une base relative, par rapport à la performance du marché boursier au cours des mêmes millésimes*".

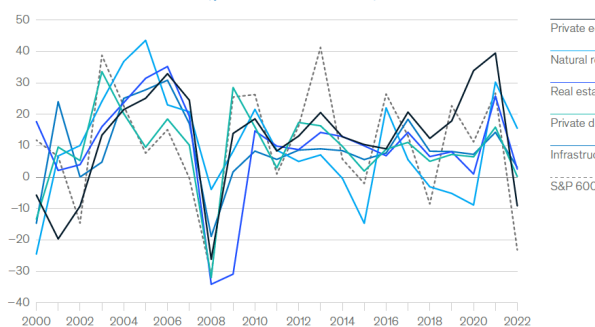
Robinson D., B. Sensoy (2011) indique que la cyclicité du *private equity* ne lui est pas propre : "*Public and private equity co-move (...) co-movement in part reflects the fact that exits (...) are driven by fundamentals in public capital markets (...) and common exposure to underlying business conditions and investment opportunities*". Cependant, modélisant la composante spécifique (non-expliquée par les marchés boursiers) des rendements du *private equity*, Ang, A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018) constate que l'autocorrélation estimée est cohérente avec un comportement cyclique sur un horizon de long terme. Cette cyclicité diffère selon le type de fonds, le VC et le LBO étant faiblement corrélés²⁸⁰. En particulier, la prime du LBO "*was low from 1998 to 2002 and then increased sharply from 2003 until 2007, which coincides with the well-known boom in buyout fundraising*". Celle du VC est négative depuis 2001. Accessoirement, les auteurs notent que la volatilité de ces indicateurs basés sur les *cash flows* sont au moins aussi volatiles que les indices d'actions cotées de référence.

Graphique 50 : Rendement cumulés des fonds de *private equity* aux États-Unis (LBO, VC, Real Estate)



Source : Ang A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018).

Graphique 51 : TRI annuel des fonds de finance privée (par millésime, %)

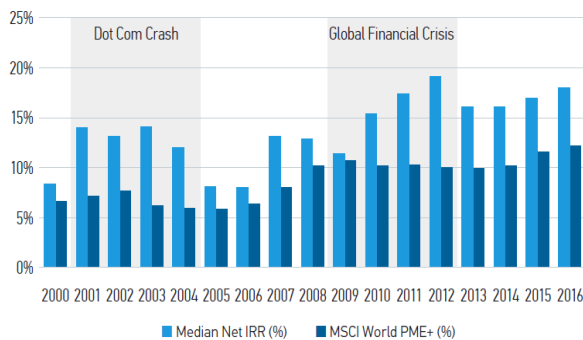


Source : Bloomberg, Burgis, McKinsey (2023). TRI des millésimes de fonds de 2000 à 2019. Les données de 2022 portent jusqu'au 30/09/22. Les données ne sont pas disponibles pour certaines périodes.

²⁷⁹ Boyer B., T. Nadauld, K. Vorkink, M. Weisbach (2018) montrent en outre que les betas calculés sur la base des transactions secondaires sont nettement plus élevés que (et les alphas inférieurs à) ceux construits à partir de la base de Prequin et obtenus de Burgis.

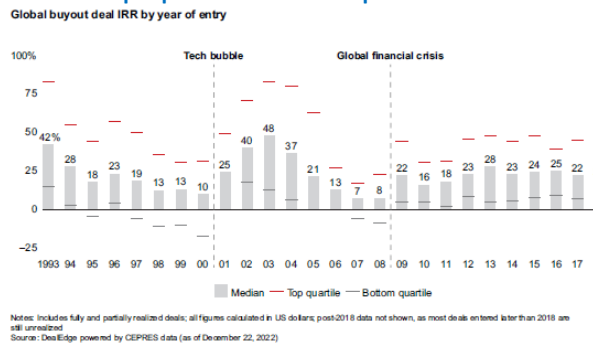
²⁸⁰ De façon générale, cela implique qu'une "*diversified strategy across sub-asset classes of private equity may be beneficial*".

Graphique 52 : TRI médian des LBO par millésime



Source : Preqin, Morgan Stanley (2021).

Graphique 53 : TRI des LBO par millésime



Source : DealEdge (données CEPRES), Bain (2023) au 22/12/22.

Notons que la cyclicité des fonds observée ne préjuge pas, individuellement, de la persistance éventuelle de leurs performances, donc de la capacité des LP à identifier les fonds performants. Sur ce point, Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan, R. Stucke (2020), pour un large portefeuille d'investisseurs institutionnels américains trouve : "little evidence of persistence for buyouts, both overall and post-2000. The conventional wisdom to invest in funds that are, at the time of fundraising, reporting top quartile returns does not hold for buyouts. This occurs because buyout firms raise next funds when the performance of their previous funds is strong". "In contrast, we do find persistence for VC funds using the performance of both the previous and the second previous fund at fundraising". Le défaut de persistance de la performance des LBO pourrait s'expliquer par le fait que "the buyout business has changed, with operating engineering becoming increasingly important".

3.6.2 Des fluctuations notamment dues au timing des investissements et aux effets de levier

Deux facteurs non exclusifs l'un de l'autre expliquent cette cyclicité des rendements du *private equity* : le *timing* des cash flows (levées de fonds, (dés)investissements), et le financement par l'endettement (levier).

- **Un timing des cash flows procyclique**

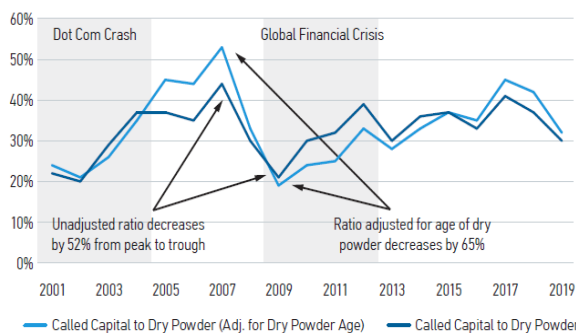
Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2009) indiquent que "les fonds levés en période d'expansion (boom) sont ensuite moins susceptibles de lever des fonds (...) ce qui suggère un cycle d'expansions et de récessions (boom and bust) dans lequel des rendements ajustés du marché positifs incitent à investir, ce qui conduit à des rendements ajustés du marché négatifs, et ainsi de suite". Selon Robinson D., B. Sensoy (2011) : "high private equity fundraising forecasts both low private equity cash flows and low market returns ", et (plus encore) : "distributions rise with public equity valuations (...) Net cash flows are therefore procyclical and private equity funds are liquidity providers (sinks) when market valuations are high (low)".

Cette interprétation trouve un appui empirique dans l'analyse de Morgan Stanley-Portfolio Solutions Group (2020) qui étudie la cyclicité du marché en fonction de la capacité des GP à saisir les opportunités de marché et accroître les investissements dans les années favorables. L'analyse conclut que les gérants n'ont historiquement pas démontré une telle capacité – et que les LP devraient en tenir compte et investir dans les fonds à des valorisations favorables. De fait, les GP réduisent leurs appels de capital de 33 % en moyenne au cours des années d'après-crise par rapport aux années d'avant-crise²⁸¹. Le ratio entre capitaux appelés (pour investir) et capitaux levés non encore appelés (*dry powder*) souligne cette forte cyclicité²⁸² (Graphique 54), en particulier pour les fonds récemment levés. S'ajoute aussi à ce "sous-investissement" le fait qu'une proportion plus importante des appels de capital (re)financent alors des investissements préexistants (*support capital*) par opposition au financement de nouvelles acquisitions, les GP appelant en moyenne 51 % de capitaux en moins pour de nouvelles acquisitions après vs. avant crise. Les restitutions de capital (distributions) par les fonds attestent cependant d'un *timing* des sorties en capital propre à maximiser le rendement des investissements, quoiqu'avec une réduction des distributions pendant les périodes de crise (Graphique 55).

²⁸¹ En revanche, les sorties du marché sont opportunes : les distributions augmentent de 49 % lorsque la valeur des actifs est la plus élevée.

²⁸² Comme le montre le Graphique 54, corriger du "vieillessement du *dry powder*" accroît la cyclicité observée.

Graphique 54 : Ratio des capitaux appelés au dry powder



Source : Preqin, Morgan Stanley, Portfolio Solutions Group (2021).
NB : l'ajustement du ratio neutralise les effets d'âge du "dry powder".

Graphique 55 : Ratio des capitaux distribués à la NAV



Source : Preqin, Morgan Stanley, Portfolio Solutions Group (2021).

- **Un recours prononcé au financement par la dette**

L'endettement est, on l'a vu (cf. e.g. 3.3), une caractéristique assez générale des stratégies de *private equity*. Selon Aldatmaz S., G. Brown (2018), le LBO accroît de fait le niveau de dette d'un secteur industriel. La théorie moderne de la firme se départit ici du théorème de Modigliani-Miller qui stipule en théorie l'insensibilité de la valeur de la firme, donc de sa politique d'investissement, à son mode de financement par actions ou par dette. Elle considère que le niveau d'endettement de la firme dépend de son coût, dans un ordre hiérarchisé (*pecking order*) des sources de financement, et qu'il réduit sa charge fiscale et les coûts d'agence (discipline la gestion). Un ratio d'endettement optimal maximise alors la valeur de la firme et détermine son risque de défaut²⁸³. Dans ce contexte, Kaplan S., P. Strömberg (2009) explique le recours à l'endettement du *private equity* et les cycles ("*boom and bust*") le caractérisant par une segmentation entre marchés de dette et d'actions : un faible coût d'emprunt par rapport au financement par actions (un écart élevé entre EBITDA/EV et taux d'intérêt *high yield* (Graphique 56)) accroît le rendement relatif du *private equity* : "*leverage translates into structural contribution to performance*".

L'arbitrage entre financements par actions et par la dette est structurellement favorable à la dette du fait des avantages fiscaux qui lui sont donnés. Un facteur de distorsion plus circonstanciel est par ailleurs lié à l'offre de crédit, e.g. en cas de politiques monétaires de taux bas²⁸⁴. Sur ce second point, "*The pattern of private equity commitments and transactions over recent decades suggests that credit market conditions may affect this activity. (...) investors take advantage of systematic mispricings in the debt and equity markets. (...), when the cost of debt is relatively low compared to the cost of equity, private equity can arbitrage or benefit from the difference. This argument relies on the existence of market frictions that enable debt and equity markets to become segmented*"²⁸⁵. Sur le premier, la déductibilité fiscale des intérêts qui prévaut dans de nombreux pays favorise le financement des entreprises par la dette. Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2009) souligne l'importance de ces avantages fiscaux : "*The effects of tax benefits from increasing debt can be very large*"²⁸⁶.

Ang A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018) montre que conformément à ces prédictions, les rendements spécifiques du *private equity* sont fortement et positivement liés à la différence entre coût du capital et de la dette. Ils sont aussi négativement liés aux variations du VIX, aux volumes de transactions et à la prime de risque attendue.

²⁸³ Certains auteurs soulignent les bénéfices du levier pour la gouvernance et la performance opérationnelle des entreprises et minimisent les risques pour la stabilité financière sur cette base (e.g. Jensen M. (1989), Hotchkiss E., D. Smith, P. Strömberg (2020), Haque S. (2023)). Ces analyses avant tout microéconomiques prêtent à une discussion qui n'est pas menée ici.

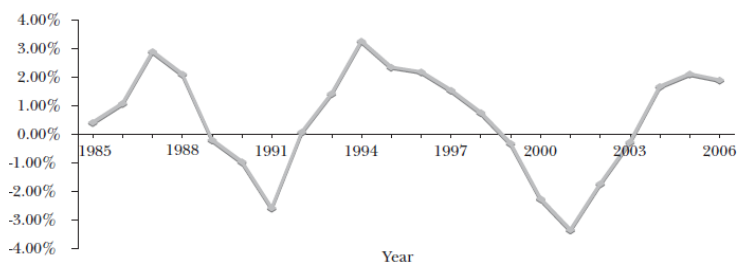
²⁸⁴ "*Overly favorable terms from debt investors may have helped fuel the buyout wave from 2005 to mid-2007*" Kaplan S., P. Strömberg (2009).

²⁸⁵ "*assume that a public company is unleveraged and being run optimally. If a private equity firm can borrow at a rate that is too low given the risk, the private equity firm will create value by borrowing. (...) interest rate spreads for private equity borrowing increased from roughly 250bps over the benchmark LIBOR in 2006 to 500bps over LIBOR in 2008 (S&P 2008). Under the assumptions that debt funds 70 % of the purchase price and has a maturity of 8 years, debt mispricing of 250bps would justify roughly 10 % of the purchase price or, equivalently, would allow a private equity fund investor to pay an additional 10 % (that is, the present value of an 8-year loan for 70 discounted at the higher interest rate is 60, not 70). (...) relatively more deals will be undertaken when debt markets are unusually favourable*".

²⁸⁶ E.g. selon cette source, "*for firms sold in a secondary LBO, the increased tax benefits account for 29 % of the return to pre-buyout capital*". Selon Kaplan S., P. Strömberg (2009), "*a reasonable estimate of the value of lower taxes due to increased leverage for the 1980s might be 10 to 20 % of firm value. These estimates would be lower for LBOs in the 1990s and 2000s, because both the corporate tax rate and the extent of leverage used in these deals have declined*".

Haddad V., E. Loualiche, M. Plosser (2017)²⁸⁷, pour sa part, confirme les faits stylisés de la procyclicité, mais la compatibilité de ces analyses resterait à établir, par exemple, avec Bernstein S., Lerner J., F. Mezzanotti (2020), selon qui "During the 2008 financial crisis, private equity-backed companies increased investments relative to their peers, while also experiencing greater equity and debt inflows. The effects are stronger among financially constrained companies and those whose private equity investors had more resources at the onset of the crisis. Private equity-backed companies consequentially experienced higher asset growth and increased market share during the crisis".

Graphique 56 : Écart entre ratio EBITDA/EV et taux d'intérêt high yield



Source : Kaplan S., P. Strömberg (2009). EBITDA/EV médian des valeurs de l'indice de S&P 500 moins taux Merrill Lynch High Yield Master. Note : si on peut présumer, au regard de l'évolution des valorisations (cf. e.g. Graphique 58, Graphique 59) et des taux d'intérêt (politiques monétaires), d'une poursuite de cette cyclicité sur des périodes plus récentes, celle-ci reste à évaluer formellement.

4. IMPACTS DU PRIVATE EQUITY ET EXTERNALITÉS

Les effets bénéfiques du *private equity* compris au sens large, en particulier ceux qui lui sont le plus spécifiques, sur le financement des sociétés jeunes, en croissance, le cas échéant innovantes, sont à mettre au regard des externalités liées à l'opacité structurelle du secteur. De fait, l'appréciation des effets du *private equity* sur le système économique et financier est structurellement limitée par la rareté, le coût, et la faible comparabilité de l'information disponible, et le discours est souvent influencé par l'intérêt commercial des promoteurs. L'analyse est largement confinée au niveau microéconomique et conditionnée par des hypothèses fortes, les analyses macroéconomiques étant largement absentes. Il en résulte un besoin accru d'analyse, en particulier, pour les besoins du régulateur de marché – protecteur des investisseurs, de l'intégrité de marché, de la stabilité financière – et pour ceux de l'organisation optimale et efficiente des marchés. Ce qui suit vise à introduire un débat critique sur ces domaines à défricher et les éventuelles implications réglementaires.

4.1 Effets du *private equity* sur la gestion des entreprises : création de valeur ?

Les stratégies de *private equity* influent directement sur la gestion des entreprises cibles de leurs investissements, créant ainsi une interconnexion spécifique entre sphères financière et réelle. À cet égard, même si le VC prend moins souvent que le LBO des participations majoritaires au capital de ses cibles, ses participations ont également pour objet d'influer directement sur leur gestion opérationnelle²⁸⁸.

²⁸⁷ Haddad V., E. Loualiche, M. Plosser (2017) : "une prime de risque faible accroît la valeur actualisée des gains de performance et réduit le coût de détention d'un investissement illiquide. Elle détermine les changements des caractéristiques des LBO au cours du cycle, y compris leur risque, leur effet de levier et leur performance (...) En cohérence avec la littérature sur les LBO, les phases d'expansion du marché sont caractérisées par un levier élevé et des rendements faibles aux investisseurs en *private equity*". Pour autant, "ces faits sont difficiles à réconcilier avec la vue selon laquelle les LBO sont régis par les conditions prévalant sur le marché de la dette".

²⁸⁸ Les fonds de VC peuvent contrôler des entreprises avec des participations inférieures à 50 % de leur capital. En particulier, deux mécanismes efficaces sont possibles : l'obtention de sièges au conseil d'administration et de privilèges (clauses contractuelles) associés à des détentions d'actions préférentielles ; l'investissement via plusieurs fonds et/ou en lien avec d'autres investisseurs. On note cependant que selon Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011), si les fonds de LBO aux U.S. détiennent en moyenne 50 % des sièges au conseil d'administration, 27,7 % d'entre eux impliquent plus d'un fonds de *private equity* (*club deal*).

4.1.1 Sources de performance du *private equity*

D'après la littérature, les performances des fonds de *private equity* traduisent un gain financier tiré de multiples sources, dont on peut distinguer les principales composantes suivantes :

- Des effets de valorisation spécifiques associés à l'amélioration de la gestion opérationnelle des firmes concernées (alpha), liés à la croissance organique de la firme ou à sa croissance externe, e.g. sous l'effet de restructurations de l'appareil productif (cessions d'actifs, etc.) et/ou fusions-acquisitions²⁸⁹. Ces gains de performance opérationnelle sont attribuables aussi à la réduction des coûts d'agence, i.e. à l'effet disciplinant d'une gouvernance reposant notamment sur :
 - L'alignement des incitations des GP (*carried interest*), gérants de portefeuille (co-investissant), et managers des sociétés cibles²⁹⁰ ;
 - La gestion et le monitoring des sponsors liés à leur détention du capital des sociétés cibles ;
 - Les qualités managériales spécifiques des gérants (Kaplan S., M. Klebanov, M. Sorensen (2012)) ;
 - Le suivi des firmes par leurs créanciers associé à leur endettement élevé ;
- Des effets de valorisation de marché traduisant l'évolution des conditions économiques générales ou sectorielles, et le cas échéant des frictions et déséquilibres entre offre et demande de financements. L'importance - par rapport à la gestion opérationnelle - de la valorisation de marché/de l'industrie est attestée par Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011). Au-delà de cette sensibilité fondamentale de la performance du *private equity* aux effets de valorisation des firmes, on s'interroge aujourd'hui sur la hausse des multiples de valorisation des LBO des dernières années (Graphique 58, Graphique 59) dont il est à craindre qu'elle ne reflète des excès de recherche de rendement d'investisseurs institutionnels concurrents dans leur accès au *private equity*. Cf. 3.1.2 et section suivante.
- Des effets du levier d'endettement. Contrairement aux enseignements du théorème de Modigliani-Miller – qui stipule l'insensibilité de la valeur de la firme, donc l'indifférence de sa politique d'investissement, à son mode de financement par actions ou par dette – la théorie de la firme actuelle considère que l'endettement, en fonction de son coût (qui croît en vertu d'un *pecking order* des sources de financement), réduit les coûts d'agence (discipline de gestion imposée par les créanciers). Il existe ainsi un ratio d'endettement optimal permettant de maximiser la valeur de la firme compte tenu de son risque de défaut. De fait, le gain de performance tiré de l'effet de levier est lié aux risques qu'il induit ;
- Accessoirement, la capacité à tirer parti d'incitations publiques spécifiques, fiscales et autres.

Les praticiens recourent souvent à la notion de "*value bridge*"²⁹¹ pour décrire une telle décomposition en trois composantes de la performance des participations en capital concernées, noté Eq, en : i) variation des revenus et de la marge opérationnelle, ii) multiple de valorisation et iii) impact de la dette entre l'initiation et la clôture d'une opération, soit sur l'écriture suivante :

$$Eq_T - Eq_0 = M_0 * (EBITDA_T - EBITDA_0) + EBITDA_T * (M_T - M_0) + (D_0 - D_T)$$

où M, le "multiple", représente le ratio de la valeur d'entreprise par unité de résultat EV/EBITDA

Notons un défaut majeur de cette approche lié au traitement de la dette, dont une hausse apparaît comme réduisant mécaniquement le rendement, alors que c'en est souvent une source importante, typiquement dans le cas de "*dividend recapitalizations*"²⁹². En effet, la dette contractée peut accroître la valeur de l'investissement, sur la période de placement considérée, d'autant plus que son remboursement s'étale au-delà²⁹³.

²⁸⁹ E.g. Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011) montre l'importance des acquisitions dans les 3 ans après le LBO, dont le montant représente en moyenne 40,2 % du capital des firmes.

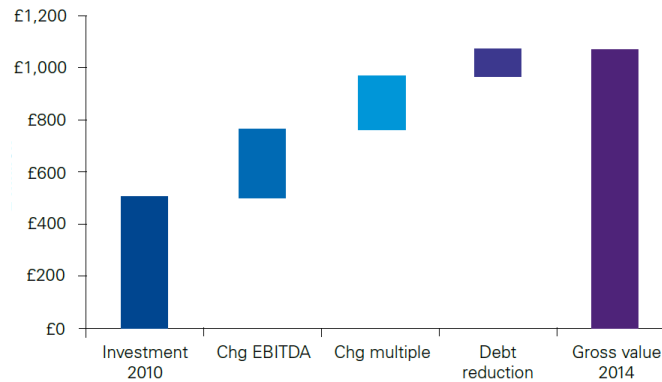
²⁹⁰ Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011), indique par exemple que le management contribue au financement par actions du LBO dans 62 % des cas et que les fonds gèrent activement les choix managériaux des sociétés détenues, 37,2 % des LBO remplaçant leur CEO dans l'année suivant le LBO. Kaplan S., M. Klebanov, M. Sorensen (2008) analyse leur processus de sélection des CEO.

²⁹¹ Cf. e.g. CEPRES, Graphique 57 (source: Nasdaq), et discussion par Morris P., L. Phalippou (2019).

²⁹² Une recapitalisation des dividendes (également connue sous le nom de recapitulation des dividendes) se produit lorsqu'une entreprise contracte une nouvelle dette afin de verser un dividende spécial à des investisseurs privés ou à des actionnaires.

²⁹³ Selon KPMG (2016) le *value bridge* fournit un cadre numériquement cohérent, "*mais les chiffres doivent être interprétés avec prudence. Le value bridge ne rend pas compte de la part de la dette qui contribue aux rendements du private equity, car il ne saisit qu'une seule dimension de la dette. (...) Le value bridge ne capture que le montant absolu de dette remboursé dans l'opération*". Par ailleurs, le *value bridge* "*ne permet pas de mesurer si une entreprise a été mieux gérée que ses pairs*".

HGraphique 57 : exemple de décomposition de la performance 2010-2014 d'une société par le value bridge (mn GBP)



Source : KPMG (2016) sur la base des documents déposés par la société, calculs de l'auteur.

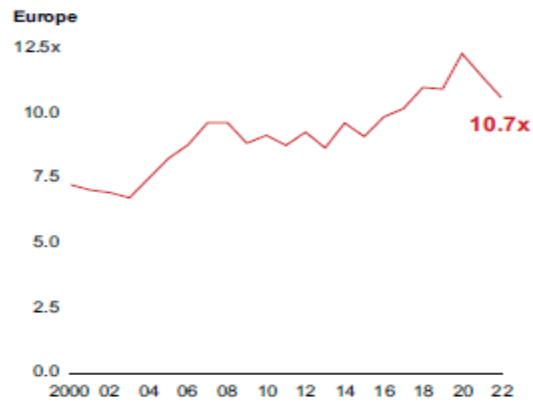
Multiples de valorisation (EV/EBITDA moyen) des LBO

Graphique 58 : États-Unis



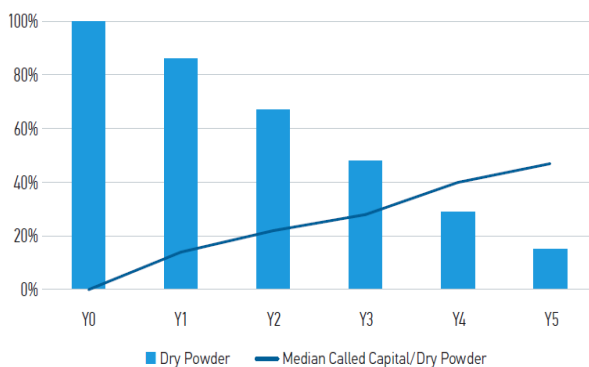
Source : S&P LCD, Bain (2023).

Graphique 59 : Europe



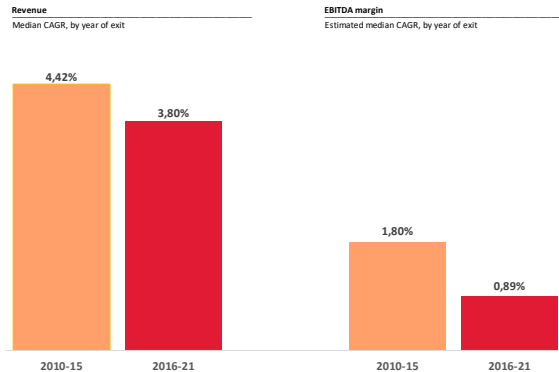
Source : S&P LCD, Bain (2023).

Graphique 60 : Part du capital levé non investi (dry powder) et ratio des capitaux appelés au dry powder (%), mi-2020



Source : Preqin, Morgan Stanley-Portfolio Solutions Group (2021).

Graphique 61 : Revenus et marge opérationnelle des sociétés cibles de LBO (taux de croissance médian)



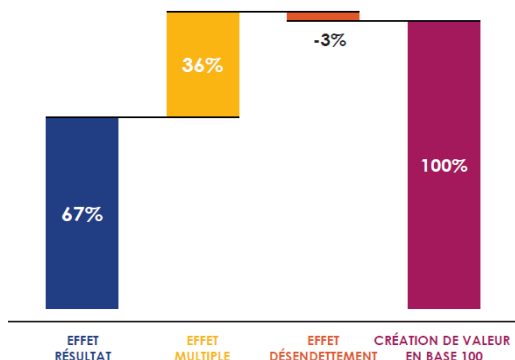
Source : CEPRES, Bain (2022). Note : LBO hors fonds immobiliers et d'infrastructures de plus de USD 50 mn réalisés au 14/12/21.

La littérature empirique sur la création de valeur des entreprises cibles du VC souligne de façon générale que les firmes soutenues par le VC performant mieux que leurs pairs qui ne le sont pas (Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan (2015), Manigart S., M. Wright (2012), Ewens M., D. Sosyura (2023))²⁹⁴. Ewens M., M. Rhodes-Kropf (2015), Korteweg A., M. Sorensen (2017) indiquent en outre une persistance des performances propre à distinguer les

²⁹⁴ Selon Catalini C., J. Guzman, S. Stern (2019), aux États-Unis, toutefois, les firmes dotées d'un potentiel de croissance ont des performances similaires, indépendamment de leur source de financement (par le VC ou pas).

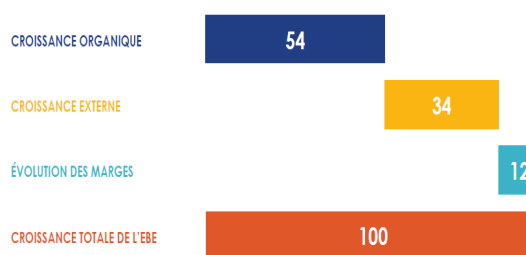
meilleurs fonds de VC des autres. Après une évolution marquée ces deux dernières décennies, le marché de la finance entrepreneuriale (Ewens M., J. Farre-Mensa (2021)) semble confirmer cette observation²⁹⁵. Celle-ci masque aussi une grande variabilité des performances en coupe instantanée et, de fait, une multiplicité des stratégies et financements mis en œuvre. Gompers P., W. Gornall, S. Kaplan, I. Strebulaev (2016) révèle et analyse à cet égard, pour un échantillon global de sociétés de gestion de VC, les différences de pratiques selon l'industrie, l'étape du financement, la géographie et les succès passés considérés. Identification (*sourcing*), sélection des transactions et valeur ajoutée post-investissement sont identifiées ici comme contribuant à la création de valeur, les gestionnaires de fonds de VC considérant que la sélection des transactions est la plus importante des trois. Une valeur ajoutée spécifique du VC, est trouvée dans sa capacité à professionnaliser ses entreprises cibles (Manigart S., H. Sapienza, W. Vermeir (1996) ; Baum J., B. Silverman (2004) ; Colombo M., L. Grilli (2010)). Bertoni F., M. Colombo, A. Quas (2015) souligne les différences entre l'Europe et les États-Unis, et l'importance du sponsoring de VC par les pouvoirs publics. En Europe, Manigart S., Standaert T., Knockaert M. (2022) souligne en particulier le rôle des qualités spécifiques de l'équipe de gestion²⁹⁶ et du mode de gouvernance des cibles (voir aussi Hochberg A., Y. Ljungqvist, Y. Lu (2007), Puri M., R. Zarutskie (2012), Ewens M., D. Sosyura (2023)), et fait ressortir quatre configurations dans lesquelles le VC performe particulièrement, selon que les firmes concernées ont un niveau important de capital physique, ou au contraire d'actifs intangibles, ou une faible diversité du top management, ou encore qu'elles sont des émanations d'autres institutions (*spin-offs*). En France, l'étude sur les PME et ETI de l'association professionnelle France Invest (France Invest-EY (2022b)) indique²⁹⁷ que la performance des sociétés est aux deux tiers attribuable à l'augmentation du résultat, elle-même majoritairement (à 54 %) attribuable à une croissance organique (Graphique 62 et Graphique 63).

Graphique 62 : Principaux déterminants de la création de valeur (2022)



Source : France Invest-EY (2022b). Note : étude d'un échantillon de 362 cessions de PME-ETI entre 2012 et 2021. Effet résultat : croissance de l'excédent brut d'exploitation (EBE)

Graphique 63 : Déterminants de la croissance de l'EBE des opérations sous revue (base 100)



La performance des fonds (notamment de LBO) s'attribue par ailleurs aussi à leur gestion (active), indépendamment de la performance des sociétés cibles. Deux effets sont susceptibles particulièrement susceptibles de jouer ici : la sélection et le levier.

➤ La sélection dans le temps (diachronique) et en coupe instantanée (synchronique).

- Sélection diachronique (*timing* des investissements et des cessions d'actifs/sorties en capital) : un *timing* opportuniste des investissements des fonds de LBO est documenté²⁹⁸. Ayash B., R. Bartlett, A. Poulsen (2017) montre l'importance du *timing* des levées de fonds,

²⁹⁵ Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan (2015) indique une sous-performance du VC par rapport aux marchés cotés au début des années 2000.

²⁹⁶ Un résultat congruent avec l'observation aux États-Unis par Ewens M., D. Sosyura (2023) indiquant que la présence d'un administrateur de VC au conseil d'administration apporte, au-delà de l'investissement du fonds, des compétences uniques qui augmentent les chances de survie et de succès ultime d'une startup.

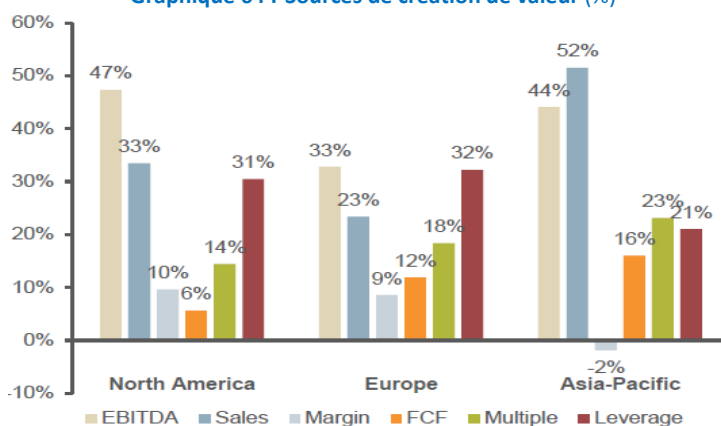
²⁹⁷ L'association souligne aussi l'importance de l'expertise des fonds pour les entreprises cibles : par exemple, les opérations de croissance externe sont parfois réalisées par les fonds eux-mêmes, à défaut de ressources des entreprises accompagnées pour le faire.

²⁹⁸ Knigge A., E. Nowak, D. Schmidt (2006) identifie un impact du *timing* surtout pour les fonds de VC et surtout lié au choix de la date de l'investissement initial plus qu'à celui des sorties en capital. Manigart S., K. Mulier, F. Verplancke (2020) indique que les investissements en VC plus proches de la date de l'IPO obtiennent de meilleurs rendements, et proviennent notamment des fonds VC réputés pour leurs IPO.

investissements, désinvestissements, quelle que soit la stratégie du fonds, et son impact sur le TRI. Barber B., A. Yasuda (2017) montre, pour des fonds de VC et LBO levés entre 1993-2009 aux États-Unis, que le *timing* et l’affichage des performances sont étroitement liés à la volonté des gérants de maximiser leurs levées de fonds ("*GPs time their fundraising to coincide with periods of peak performance through (...) exit and fundraise (...)*"). Robinson D., B. Sensoy (2011) confirme²⁹⁹ pour des fonds de LBO et de VC américains et européens l’importance du timing, et souligne ses effets négatifs³⁰⁰ sur leur performance (cf. 3.4). Aucun facteur commun (e.g. macroéconomique) n’étant identifié, l’effet est considéré comme idiosyncratique. Dans la même ligne, Morgan Stanley-Portfolio Solutions Group (2021) identifie un mauvais timing systématique des investissements (appels de capital) effectués, mais une capacité des fonds à procéder à des sorties en capital au bon moment³⁰¹. Ajoutons ici aussi que la durée des investissements a tendu à se réduire jusqu’à récemment³⁰² : "*The average amount of time private equity firms hold assets has slipped steadily, from 5.8 years in 2014 to 4.4 years in 2021*" (Bain & Co. (2022)).

- Sélection synchronique (en coupe instantanée) : la capacité de sélection des secteurs les plus porteurs et, en leur sein, des meilleurs projets d’investissement relève du mandat de gestion. Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011) établit ici l’importance des effets de valorisation liés à l’industrie des sociétés cibles. Plusieurs observations précisent ce point dans le contexte récent : d’une part, la propension du *private equity* (VC mais aussi dans une moindre mesure le LBO) à surpondérer les secteurs innovants (e.g. technologie, santé/biotech – cf. 1.3 et Bain (2022, 2023)) ; d’autre part, le fait que le contexte du Covid a dans l’ensemble été favorable à ces secteurs.
- Le recours à l’effet de levier : la contribution de l’effet de levier a été évaluée à un tiers de la performance, (les améliorations opérationnelles, à hauteur de 51 %) (Graphique 64). Un effet de levier, susceptible d’être pris indépendamment de celui des cibles, même s’il est adossé à, et/ou refinancé par elles, peut impacter aussi sur les performances (et risques) des fonds (cf. 3.2).

Graphique 64 : Sources de création de valeur (%)



Source : Braun R., B. Puche (2014). Note : sur la base de 701 cessions entre 1990 et 2013. Les pourcentages présentés peuvent se recouper. Par exemple Sales et Margin sont des composantes d’EBITDA, des effets conjoints pouvant s’y ajouter.

²⁹⁹ Selon Kaplan S., P. Strömberg (200), "*Guo et al. (2007) and Acharya and Kehoe (2008) find that post-1980s public-to-private transactions experience only modest increases in firm operating performance, but still generate large financial returns to private equity funds. This finding suggests that private equity firms are able to buy low and sell high. Similarly, Bergeron, Schlingemann, Stulz, and Zutter (2007) find that private equity firms pay lower premiums than public company buyers in cash acquisitions. These findings are consistent with private equity firms identifying companies or industries that turn out to be undervalued. Alternatively, this could indicate that private equity firms are particularly good negotiators, and/or that target boards and management do not get the best possible price in these acquisitions*". Les résultats ultérieurs à cette étude (e.g. Robinson D., B. Sensoy (2011), Morgan Stanley (2021)) semblent plaider pour ces interprétations alternatives.

³⁰⁰ On note toutefois avec Kaplan S., P. Strömberg (2009) que "*private equity funds are able to acquire firms more cheaply than other bidders*", ce qui indique selon les auteurs plus une capacité de négociation qu’un accès privilégié à l’information pertinente.

³⁰¹ Considérant la cyclicité des performances du *private equity* (3.4), l’analyse recommande aux investisseurs d’être "contracycliques".

³⁰² Une inversion de cette tendance n’est pas exclue dans le contexte actuel.

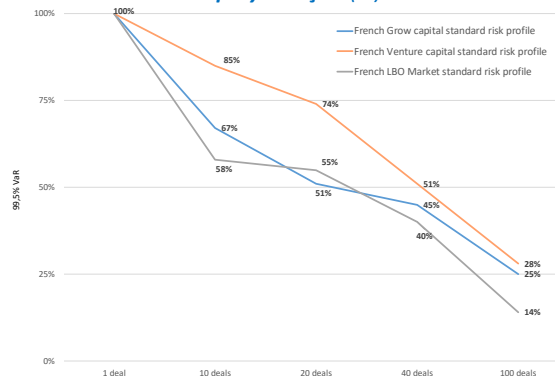
En France, sur la base de l'observation de 28 "success stories", une étude de l'association France Invest (France Invest-INUO Strategic Impact (2020)) identifie six canaux par lesquels le capital investissement contribue à la création de valeur : i) le réalignement stratégique (élaboration de la stratégie et du business plan), ii) le réalignement opérationnel (aide à restructurer l'organisation opérationnelle et améliorer l'efficacité), iii) la professionnalisation de l'équipe dirigeante (process, systèmes, reporting), iv) la gouvernance (formalisation des prises de décision de l'entreprise), v) le business scale building (e.g. appui des stratégies d'acquisitions et de leur mise en œuvre); vi) le financement direct par augmentation de capital et/ou effet de levier (expertise financière, en financement de projets et d'acquisitions).

4.1.2 La surperformance du *private equity* et son origine restent à confirmer et préciser

- **Caractéristiques de la performance des fonds de *private equity***

Il s'agit, avant même d'en identifier les sources, de s'assurer de la matérialité de la performance du *private equity*. La littérature constate en général une surperformance du *private equity* par rapport aux marchés boursiers. Kaplan S., A. Schoar (2005), Phalippou L., O. Gottschalg, (2009), Phalippou L. (2020) établissent cependant que cette surperformance du *private equity* est faible, et tend à décroître. Ce résultat est étayé par Appelbaum E., R. Batt (2017), Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan (2016), Lerner (2020), Cambridge Associates (2022) (Graphique 66). Des praticiens (e.g. ILPA (2017), Ennis R. (2020), Ilmanen A., S. Chandra, N. McQuinn (2020)) confirment que les rendements moyens du *private equity* sont voisins de ceux des marchés boursiers. Ivashina V., J. Lerner (2019), Lerner J., J. Mao, A. Schoar, N. Zhang (2022) confirment que les rendements nets moyens du *private equity* n'excèdent guère ceux des actions cotées. Kaplan S., B. Sensoy (2015), Brown G., R. Harris, T. Jenkinson, S. Kaplan S., D. Robinson (2015), et Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan (2016) précisent cependant que si la surperformance du LBO depuis les années 1980 a été continue et en moyenne de 3 % par an par rapport au S&P 500 aux États-Unis, les performances très élevées du VC des années 90 ont été suivies d'une sous-performance pendant plusieurs années, qui a disparu depuis³⁰³.

Graphique 65 : VaR à 99,5 % en fonction de la diversification : simulation pour les fonds de *private equity* français (%)



Source : Gottschalg (2021).

Plusieurs points nuancent ces observations :

- Le gérant dispose de **marges discrétionnaires d'ajustement** des rendements. De fait, des comportements stratégiques sont observés à cet égard (Jenkinson T., M. Sousa, R. Stucke (2013); Barber B., A. Yasuda (2017); Brown G., O. Gredil, S. Kaplan (2017)) : en particulier, les GP affichent les performances relatives les meilleures lors des périodes où ils lèvent des fonds. Différents moyens peuvent être exploités. Par exemple, Gornall W., I. Strebulaev (2020) montre, pour 135 licornes détenues par des fonds de VC aux États-Unis, que la valorisation de l'ensemble du capital au cours des actions préférentielles conduit à surestimer de 56 % la valeur des actions ordinaires et donc celle des sociétés concernées. Corriger cet effet ferait perdre leur statut de licorne à 65 des 135 firmes sous revue. Toutefois, ces effets peuvent être

³⁰³ Sensoy, B., Y. Wang, M. Weisbach (2014) explique cette baisse de rendement par une maturation de l'industrie du VC et un nombre limité d'opportunités d'investissement.

ambivalents. Selon Brown G., O. Gredil, S. Kaplan (2017), si certains gérants sous-performants affichent des rendements biaisés à la hausse³⁰⁴, les plus performants sous-évaluent plutôt leurs performances. Le sens et l'importance des éventuels biais de valorisation et leurs effets sur les performances agrégées des fonds ne sont donc pas établis.

- Cependant, les **difficultés de mesure** et la forte dépendance à la méthode de calcul retenue (cf. 3.1) des performances subsistent, e.g. relative à la base (indice/population de fonds) utilisée par les PME pour les comparaisons avec les marchés publics (Gottschalg O., L. Phalippou (2009), Phalippou L. (2020)). Il en résulte une absence de consensus de la littérature sur l'ampleur de la surperformance du *private equity* (SEC DERA Memo du 01/09/20) et sur le bénéfice collectif susceptible d'en être tiré.
- Il importe de rapporter aussi les rendements aux frais de gestion prélevés (cf. 2.1.2, Phalippou L., O. Gottschalg (2009), Metrick A., A. Yasuda (2010), CEM Benchmarking (2017), Phalippou L. (2020)). Des estimations de marché (e.g. Ennis R. (2020)) situent le coût d'un investissement en *private equity* approximativement³⁰⁵ à 6 % du capital investi par an. La modélisation d'une gestion de LBO suffit à établir que : "On average, LPs may just break even, net of management fees, carry, risk, and costs of illiquidity" (Sorensen M., N. Wang, J. Wang (2015)). Selon Bain (2020): "For the past decade U.S. public equity returns have essentially matched returns from U.S. buyouts which (to put it mildly) is not what private equity investors are paying for".
- De plus, la littérature (Kaplan S., A. Schoar (2005), Fitza M., S. Matusik, E. Mosakowski (2009)) souligne la forte **hétérogénéité des rendements**. Une forte hétérogénéité est aussi trouvée dans la capacité des LP à identifier la compétence des gérants (SEC DERA (2020)). Braun R., T. Jenkinson, I. Stoff (2018) atteste toutefois d'une **persistance** des rendements, mais qui décroît. Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan, R. Stucke (2020) confirme la persistance des performances du VC mais pas celle du LBO. Kaplan S., A. Schoar (2005) et Korteweg A., M. Sorensen (2017) analysent les causes de cette persistance et l'attribuent en partie aux compétences des GP. Lerner J., A. Schoar, W. Wongsunwai (2007) montre par ailleurs la capacité de certaines institutions (e.g. fonds de dotation américains) à identifier les fonds (secondaires, *follow-on*) surperformants. Laubach O., A-C. Brunen (2020) indique d'ailleurs aussi une capacité des LP à identifier les fonds les plus diversifiants. Caractérisant les facteurs de sélection mis en œuvre par les LP, Goyal A., S. Wahal, M. Yavuz (2021) souligne toutefois leur tendance à suivre leurs pairs, à réinvestir avec un biais domestique, auprès du même GP, mais aussi à choisir des fonds/GP sans historique de performance, donc ne permettant pas de préjuger des performances futures. Quoi qu'il en soit, la capacité de sélection des LP est très variable, Lerner J., J. Mao, A. Schoar, N. Zhang (2022) soulignant ici la forte dépendance à la capacité de négociation des parties : "*bargaining between GPs and LPs leads to gradation in investment performance based on the parties' outside options*".
- Enfin, la prise en compte **du risque est de nature à affecter les performances observées** :
 - **Volatilité** : selon Ilmanen A., S. Chandra, N. McQuinn (2020): "*The smoothed returns of private equity understate the true economic risk and are an artifact of the lack of mark-to-market for illiquid assets*". Ang, A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018) précise qu'une mesure basée sur les *cash flows* tend à corriger ce "lissage" des performances : "*Volatility measures for private equity (...) from our cash flow-based return series are at least as volatile as standard aggregate equity market indices*"³⁰⁶. Ce point fait débat Gottschalg O. (2021) montre de ce fait l'intérêt, pour un échantillon de fonds français, de la diversification des portefeuilles des LP (surtout pour le VC, plus risqué) (Graphique 64 Graphique 65)³⁰⁷.
 - **Risques liés au levier** : selon Axelson U., T. Jenkinson, P. Strömberg, M. Weisbach (2013), "*Credit conditions also have a strong effect on prices paid in buyouts*". De fait, le levier induit une procyclicité marquée des rendements du *private equity* (cf. 3.4).

³⁰⁴ Contrairement à Barber B., A. Yasuda (2019), les auteurs notent un effet limité des performances sur les levées de fonds qui s'ensuivent.

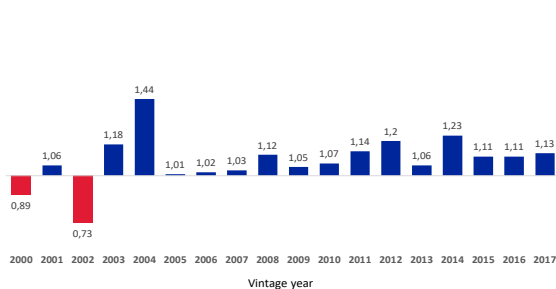
³⁰⁵ L'auteur s'appuie notamment sur McKinsey (2017) citant lui-même CEM Benchmarking, et sur Phalippou L. O. Gottschalg (2009).

³⁰⁶ En outre, la prise en compte des transactions sur les marchés secondaires accroît fortement la volatilité des rendements (Boyer B., T. Nadauld, K. Vorkink, M. Weisbach (2018)).

³⁰⁷ Observons que le bénéfice de cette diversification doit être mis au regard de son coût.

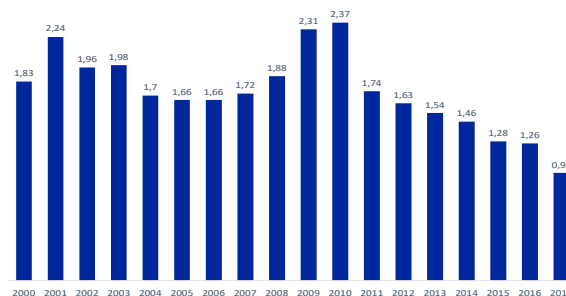
- **Risques de liquidité** : Franzoni F., E. Nowak, L. Phalippou (2012) soulignent l'importance de tenir compte d'une prime de **liquidité** pour analyser des performances du LBO. De 3 % par an, elle serait de nature à annuler l'avantage spécifique (alpha) d'un investissement en *private equity*.

Graphique 66 : Performance des LBO aux U.S. par rapport à l'indice Russell 3000 (multiple KS-PME, par millésime)



Kaplan-Schoar PME. L'indice Russell 3000 représente environ 98 % du marché des actions cotées aux États-Unis. Source : Prequin Private Capital Benchmarks, au 31/12/19, Lerner (2020).

Graphique 67 : Performance des LBO aux U.S. par rapport à l'indice Russell 2000 (TVPI, par millésime)



Source : Lerner (2020). Cambridge Associates "Private equity: Index and selected benchmark statistics" 31/03/20 : p.31.

- **Poids relatif des facteurs de performance**

Au-delà de l'appréciation, qui fait débat, des performances du *private equity*, les sources de rendement au regard de la décomposition proposée semblent faire ressortir une part limitée de la croissance organique – cette observation étant contredite pour les PME-ETI françaises³⁰⁸ :

- Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011) attribue 22,9 % des rendements des LBO aux changements de performance opérationnelle, 17,7 % à ceux des multiples de valorisation de l'industrie, et 33,8 % aux avantages fiscaux tirés de l'accroissement du levier. De fait, selon cette source, "*pre-buyout leverage is not high (...), but leverage increases are large, increasing by four times EBITDA on average (...)* Firms undergoing an IPO typically reduce leverage with some portion of the proceeds from going public." Cette analyse serait à réitérer dans le contexte de marché actuel pour évaluer si ses conclusions sont confirmées.
- Ayash B., R. Bartlett, A. Poulsen (2017) montre la supériorité des rendements des stratégies axées sur la croissance des revenus par rapport à celles visant des gains d'efficacité opérationnelle.

Ainsi, même s'il a des impacts majeurs sur le management des firmes et si certains GP démontrent une capacité à générer des performances persistantes, la nature des performances du *private equity*, à tout le moins du LBO, semble ressortir³⁰⁹ comme largement attribuable aux stratégies d'endettement et de restructuration capitalistique/croissance externe des firmes³¹⁰, et est loin d'être limitée à ses seuls effets sur la croissance organique. Selon Bain (2022)³¹¹ : "*According to CEPRES Market Intelligence, multiple expansion has been by far the largest contributor to private equity buyout returns over the past decade, dwarfing revenue growth and margin improvement as sources of value creation. Over the past 5 years, the trend has become even more pronounced. While multiple expansion accounted for 48 % of value creation in the average deal from 2010 to 2015, that number jumped to 56 % from 2016 to 2021. The imbalance owes much to the steady tailwind provided by rising asset multiples, which can allow GPs to buy a portfolio company and see an increase in value even if little has changed in its operational performance. Something else is going on as well: Buyout investors on average have actually become less adept at improving the performance of their portfolio companies. Comparing those same 5-year periods, CEPRES data shows that revenue and margin growth among buyout companies have fallen 14 % and 51 %, respectively. For the past decade, then, private equity funds have not only developed an outsize reliance on multiple expansion to generate returns, but they have also lost ground when it comes to adding organic value*".

³⁰⁸ Cf. étude citée de France Invest (2022) sur la création de valeur.

³⁰⁹ Outre un biais LBO, des disparités géographiques sont probables, car cela ne correspond pas aux observations de France Invest en France.

³¹⁰ Ceci correspond en particulier à la stratégie de *buy-and-build*, qui consiste à acheter des cibles de petite taille à des multiples attractifs, puis à les consolider pour les revendre *in fine* à des multiples plus élevés.

³¹¹ Castellaneta F., O. Gottschalg (2016) établit des résultats similaires.

La spécificité, par rapport aux marchés boursiers, de la nature des rendements offerts par le *private equity*, reste par ailleurs débattue (SEC DERA (2020)). Selon Stafford E. (2017), les rendements des LBO peuvent être reproduits par une stratégie investissant en bourse dans des entreprises de faible capitalisation/EBITDA, laquelle produit des alphas cohérents avec d'autres études sur les rendements de LBO. Ang A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018) nuance cependant ce résultat, car si, en première approximation, le rendement du *private equity* "est un investissement levragé en *small et mid-caps*", il n'est que partiellement décrit (*spanned*) par des facteurs propres aux marchés boursiers. Døskeland T., P. Strömberg (2018) ajoute qu'une réplique des rendements du *private equity* sur les marchés boursiers reste une perspective théorique. Obtenir des expositions équivalentes serait, dans l'état actuel des marchés, prohibitif en termes de coûts.

4.2 Financement privé vs. boursier : une remise en cause de la structure de marché

4.2.1 Le financement par actions cotées diminue au profit des actions non cotées

Jensen M. (1989), dont les travaux continuent à faire référence, fait valoir que les participations concentrées des fonds de *private equity* dans les sociétés cibles donnent de puissantes incitations aux gérants de fonds et favorisent une organisation efficace, limitant les coûts des firmes concernées. Cette efficacité repose sur des rémunérations managériales liées à la performance, de forts effets de levier (alors financés surtout par des "*junk bonds*") et une gouvernance active des entreprises. Ces structures étaient jugées supérieures à celles des sociétés cotées typiques dont l'actionariat est dispersé, et l'effet de levier et la gouvernance d'entreprise jugés trop faibles. Leur avenir était de ce fait perçu comme prometteur.

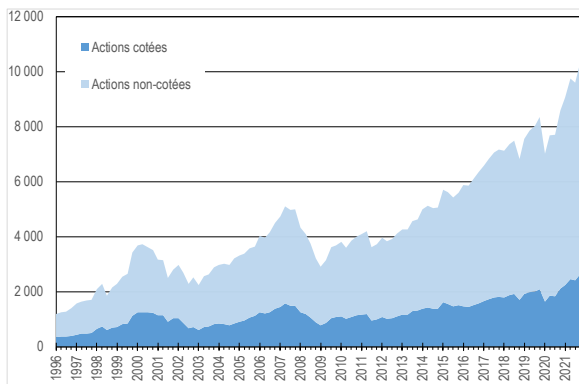
La crise des années 2000, a d'abord fait mentir cette prédiction, mettant en cause le bien fondé de l'argument de Jensen, mais la croissance du *private equity* notée depuis repose la question : abstraction faite des débats sur la surperformance du *private equity*³¹², force est de constater une baisse du recours aux financements par les marchés boursiers au profit des financements par actions non cotées et par le *private equity*. Selon Ewens M., J. Mensa (2019) : "*Fewer startups go public, and those that do are older. (...) founders are using their increased bargaining power vis-à-vis investors to stay private longer*". Ewens M., J. Farre-Mensa (2021) précise : "*The U.S. entrepreneurial finance market has changed dramatically over the last two decades. Entrepreneurs raising their 1st round of VC retain 30% more equity in their firm and are more likely to control their board of directors. Late-stage startups are raising larger amounts of capital in private markets (...)*".

Symétriquement, le nombre de firmes cotées s'est stabilisé au niveau mondial depuis une vingtaine d'années – malgré la croissance rapide des bourses des pays émergents- traduisant une érosion de la cote des pays développés, en particulier aux États-Unis. L'évolution est particulièrement marquée si l'on en juge par le nombre d'introductions (Graphique 70, Graphique 71) et de retraits de la bourse (PtoP³¹³, Graphique 69)

³¹² E.g. selon Phalippou L. (2020) : "*Private equity funds have returned about the same as public equity indices since at least 2006. Large public pension funds have received a net MoM (...) within a narrow 1.51 to 1.54 range. The big four private equity firms have also delivered (...) within a narrow 1.54 to 1.67 range. Three large datasets show average net MoMs across all private equity funds at 1.55, 1.57 and 1.63. These net MoMs imply an 11 % p.a. return, which matches relevant public equity indices*".

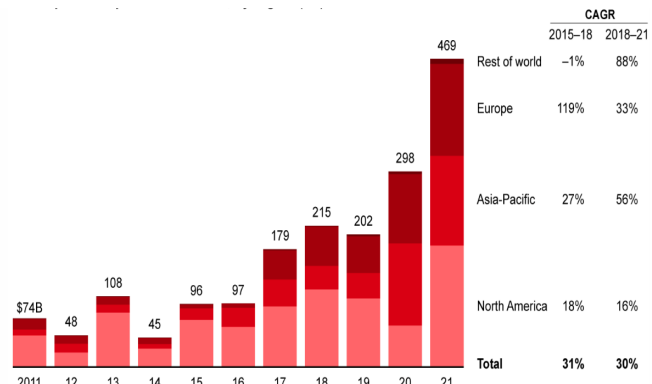
³¹³ Opération Public to Private e.g. par laquelle un fonds de *private equity* acquiert une entreprise cotée et la retire de la cote.

Graphique 68 : Encours d'actions cotées et non cotées émises par les SNF en France (mn EUR)



Source : comptes financiers nationaux (Banque de France), AMF.

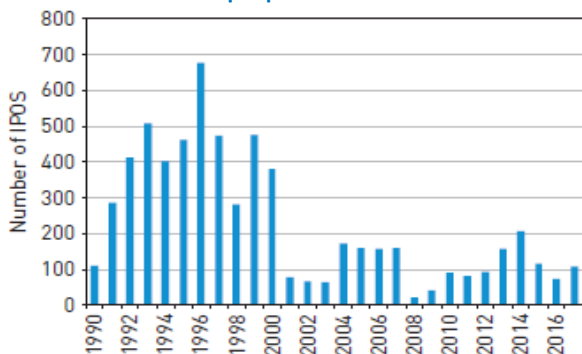
Graphique 69 : Opérations Public-to-Private (mrd USD)



Source : Preqin, Dealogic, AVCI, Bain (2022). Note : la région est celle de la cible. Base : date d'annonce des opérations en cours (sujettes à révision).

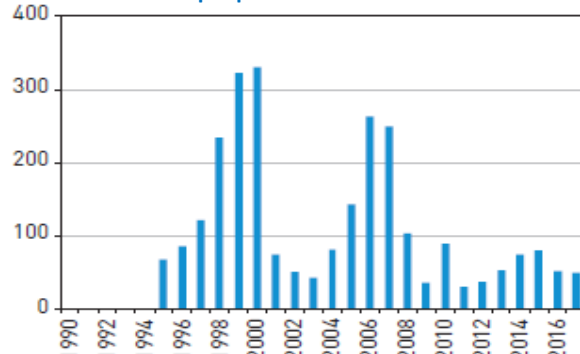
Nombre d'introductions en bourse

Graphique 70 : États-Unis

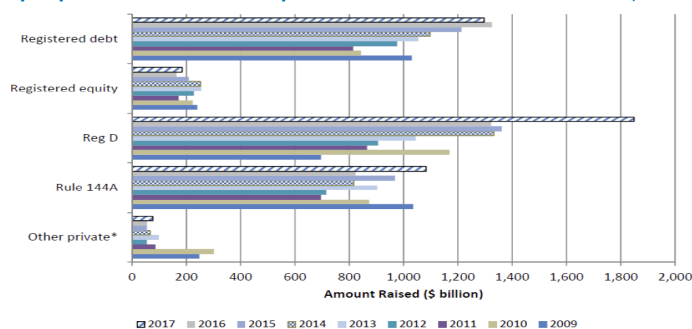


Source : Roşov S. (2018).

Graphique 71 : Zone euro



Graphique 72 : Financements par les actions non cotées aux U.S. (mrd USD)



Source : U.S. SEC AMAC (2020). Note : capitaux levés de 2009 à 2017. "Other private" inclut les offres sous Regulation A, S et le Crowdfunding.

4.2.2 Un phénomène attribuable avant tout aux évolutions réglementaires et fiscales

4.2.2.1 De nouveaux besoins de financement des sociétés jeunes et innovantes

Dans les économies développées, les modèles d'affaires des nouvelles entreprises tendent à viser une croissance rapide fondée sur des investissements en actifs immatériels, relativement peu consommateurs de capital. La volonté de protéger ces actifs faciles à copier favorise une concentration des participations des investisseurs et une préservation du contrôle des firmes (Roşov S. (2018)). Plus généralement, selon Stulz R. (2019), "The decline in public equity is explained by (...) changes in the nature of firms. The increase in the importance of intangible assets makes it costlier for young firms to be public when the alternative is funding through private equity from

investors who have specialized knowledge that enables them to better understand the business model of young firms and contribute to the development of that business model in contrast to passive public equity investors".

Cet argument porte d'autant plus qu'à un stade initial de leur développement, les firmes n'ont de fait pas accès au financement boursier et un accès limité au financement bancaire, le *private equity* (et d'autres acteurs comme les *business angels*) se trouvant donc le plus apte, voire le seul disposé, à les financer. L'argument trouve cependant des limites : il faudrait expliquer pourquoi la compétence de gestion des entreprises innovantes se concentre spécifiquement et exclusivement dans le *private equity*.

4.2.2.2 Une dérégulation des marchés de titres

Le développement du financement par les marchés non cotés est cependant d'abord attribuable à des évolutions législatives et réglementaires. Un phénomène de dérégulation est documenté en particulier aux États-Unis (Encadré 7), dans un contexte de réduction des exigences du *Securities Act* de 1933 qui avait largement restructuré le mode de financement des sociétés suite à la crise de 1929 et se situe à l'origine du développement considérable des marchés boursiers jusqu'aux années 2000 (De Fontenay E. (2017)³¹⁴). Les évolutions réglementaires au cours des trois dernières décennies sont notamment caractérisées par une réduction tendancielle des exigences en matière :

- D'information des investisseurs, notamment de publication ;
- De démarchage et de sollicitation des investisseurs ;
- De transfert des titres (marché secondaire).

Ces évolutions ont eu des effets directs et indirects en Europe, où les financements non cotés ont notamment été favorisés par le développement de l'industrie et de l'offre de financement du *private equity* (y compris américaine), et par la volonté des pouvoirs publics de favoriser le financement de certains types de sociétés (e.g. PME, entreprises innovantes) par des sources alternatives au crédit bancaire qui s'avérait rationné.

Encadré 7 - États-Unis : des évolutions réglementaires facilitent le développement des marchés privés

1. L'élargissement du champ des exemptions aux exigences du *Securities Act* de 1933

Refondant la structure de marché suite à la crise de 1929, le *Securities Act* de 1933 exige la transparence sur tout fait important concernant tout titre offert au public afin que les investisseurs puissent prendre leurs décisions d'investissements et voter en connaissance de cause. Son Article 5 exige que chaque offre et cession de titres soit enregistrée auprès de la SEC, les émetteurs étant alors tenus de fournir un prospectus contenant des états financiers audités, ainsi que des informations détaillées sur les activités commerciales, la situation financière, les facteurs de risque et la gestion de l'émetteur. C'est par exemption à cette règle qu'opèrent les émissions de titres privés et le *private equity*. Les offres (*exempt offerings*) se sont développées depuis les années 1990 suite à plusieurs initiatives étendant le champ de ces exemptions :

- Une relaxation, en 1990, des restrictions sur la **cession de titres privés** (amendements de la règle 144A de la SEC) ;
- L'adoption du **National Securities Markets Improvement Act** (NSMIA) en 1996, qui a rendu plus attractives les émissions de titres privés soumises à la règle 506 (Reg D), les exemptant d'exigences de "state registration and review". Est par ailleurs ajoutée une section 3(c)(7) à l'*Investment Company Act* exemptant aussi les "investment companies that sell their securities solely to "qualified purchasers"". Selon Ewens M., J. Farre-Mensa (2021) : "NSMIA makes it possible for VC and PE funds to raise larger funds without having to register as public investment companies (and thus be regulated like mutual funds)".
- L'adoption du **Jumpstart Our Business Startups Act** (JOBS) en 2012, qui a :
 - Réhaussé de 500 à 2 000 nombre d'actionnaires au-delà duquel un émetteur doit s'enregistrer auprès de la SEC et se soumettre à ses exigences d'information du public ;
 - Accru les montants des levées de capitaux autorisées (Régulation A) ;
 - Créé de nouvelles exemptions concernant la commercialisation auprès du public (*general solicitation and advertisement*, Règle 506c), permettant de commercialiser les titres auprès de tout investisseur dès lors qu'il est accrédité, et concernant le *crowdfunding*.

Le document de consultation (*concept release*) du 18/06/19 de la SEC sur l'**harmonisation des exemptions** aux exigences liées à l'offre de titres entré en vigueur fin 2020 facilite les levées de petits émetteurs sur les marchés privés. Il ajoute des assouplissements du régime dérogatoire et des offres de financements privés (Regulation D), et de la notion d'investisseur, accrédité notamment par révision des Articles 144A, 506(b,c).

³¹⁴ "From its inception, the federal securities law regime created and enforced a major divide between public and private capital raising. Firms that chose to "go public" took on substantial disclosure burdens, but in exchange were given the exclusive right to raise capital from the general public. Over time, however, the disclosure quid pro quo has been subverted: Public companies are still asked to disclose, yet capital is flooding into private companies with regulators' blessing".

Selon Ewens M., J. Farre-Mensa (2021) "*The deregulation of securities laws—in particular the NSMIA of 1996—has increased the supply of private capital to late-stage private startups, which are now able to grow to a size that few private firms used to reach. NSMIA is one of a number of factors that have changed the going-public versus staying-private trade-off, helping bring about a new equilibrium (...). This new equilibrium does not reflect an IPO market failure. Rather, founders are using their increased bargaining power vis-a-vis investors to stay private longer*".

2. Une clarification du régime applicable facilite l'investissement des fonds de pension

Par ailleurs, des précisions sur les conditions d'application des **dispositions de l'ERISA** (Employee Retirement Income Security Act de 1974) ont favorisé, en levant des incertitudes juridiques, l'investissement des fonds de pension en *private equity*. Ceux à prestation définie (DB) investissaient déjà en *private equity*, mais ceux à contribution définie (DC) s'interrogeaient sur le cadre juridique encadrant ces investissements (crainte de contentieux). Répondant à une demande de l'industrie sur ce point, une lettre du ministère du travail (*Department of Labour*) du 03/06/20 **clarifie le statut de l'investissement des plans 401k** et précise les conditions d'inclusion de parts de fonds de *private equity* dans ces plans. En l'occurrence, de tels investissements sont possibles à condition qu'ils :

- **Ne soient pas réalisés en direct ;**
- S'inscrivent dans des stratégies diversifiées (e.g. "target date, target risk, balanced funds")
- Donnent lieu à une évaluation des risques et avantages spécifiques de l'allocation, justifiant notamment :
 - . Les gains (après frais) en termes de diversification
 - . Une gestion appropriée et transparente
 - . D'un traitement approprié des questions complexes, e.g. relatives aux coûts, à la liquidité et à la valorisation.

Références : U.S. HR FSC (2019); Ewens M., J. Farre-Mensa (2021); Arnold & Porter (2020).

4.2.2.3 Une préférence pour le financement par la dette

Plusieurs éléments caractérisent la préférence pour le financement du système productif par la dette - donc aussi par le *private equity* (e.g. le LBO). D'abord, bien sûr, les régimes fiscaux généralement applicables (cf. 2.1.1.2). Ensuite, le financement par la dette est un canal majeur de transmission de la politique monétaire, qui, compte tenu de la sensibilité aux conditions de crédit du *private equity* et de sa forte connexion à l'économie réelle, en constitue un relais particulièrement efficace. Favorisant la recherche de rendement, les politiques monétaires de taux bas ont clairement été bénéfiques au *private equity* dans la décennie écoulée³¹⁵. Il demeure que le cadre fiscal et monétaire induit des distorsions du financement de l'économie (e.g. vs. le modèle théorique de Modigliani-Miller) avec des effets non testés en cas de retournement cyclique. S'ajoutant aux facteurs précédemment évoqués, ceci a fortement contribué au repli des financements boursiers au profit du non coté et l'attrition de la cote n'apparaît pas due à une défaillance du mécanisme des IPO (Roşov S. (2018), Larrain B., G. Philips, G. Sertsios, F. Urzua (2021); Ewens M., J. Farre-Mensa (2021)).

4.3 De multiples externalités à l'œuvre, liées surtout au défaut de transparence du marché

Des externalités majeures affectent les multiples objectifs du régulateur de marché (protection des investisseurs, intégrité de marché, stabilité financière), et le bien-être collectif (organisation et efficacité des marchés, au-delà des questions qui restent ouvertes sur la création de valeur). Difficiles à mesurer, elles sont peu documentées.

4.3.1 Des effets sur l'égalité de traitement des investisseurs, voire l'intégrité de marché

Le financement par le *private equity* repose, pour la majeure partie des encours, sur des véhicules destinés à des investisseurs qualifiés et spécifiquement adaptés à leurs besoins. S'ils ont des caractéristiques communes, les fonds prennent en fait des formes très diverses, largement conditionnées par les négociations bilatérales qui permettent d'établir les modalités contractuelles propres à chaque fonds, assorties le cas échéant d'accords parallèles (*side letters*³¹⁶, coinvestissement, etc.). Des investisseurs dotés de plus de moyens pour conduire les *due diligences* pour

³¹⁵ On note ici que la Banque centrale du Japon recourt à d'autres canaux de transmission, e.g. à des interventions sur les marchés d'actions cotées qui créent des incitations différentes, plus favorables aux marchés boursiers.

³¹⁶ "Investors often enter into side letter arrangements with the fund manager providing for certain additional terms and conditions such as enhanced reporting, or terms addressing tax or regulatory conditions uniquely applicable to an investor" IOSCO (2009).

investir ont donc plus de pouvoir de négociation³¹⁷ et de meilleures conditions d'accès au marché³¹⁸. Juger de l'équité des conditions d'accès à l'offre devient un exercice délicat, et le principe d'égalité de traitement des porteurs est à considérer sous un angle distinct de celui qui prévaut, par exemple, pour les OPCVM.

La nature peu standardisée des fonds et de leurs opérations, à laquelle s'ajoute la complexité croissante des techniques de gestion (cf. 2.2.2), s'additionne à la faible transparence du secteur pour créer de nombreux conflits d'intérêts et situations où la gestion de l'information exige des procédures particulièrement strictes (équité de l'information des porteurs, respect de la confidentialité des informations sensibles, valorisation des actifs, etc.) pour respecter l'intégrité de marché (cf. 3.1.3). La concentration d'activités (conseil, gestion, etc.) et offres (e.g. *private equity*, *private debt*) au sein de groupes intégrés crée de nouveaux risques et conflits d'intérêt. Ces évolutions peuvent soulever des interrogations sur le besoin d'adapter la supervision de marché.

4.3.2 Des effets sur le *reporting* et la transparence de marché à plusieurs niveaux

4.3.2.1 Aux niveaux microéconomique et macroéconomique

Le développement des financements non cotés et du *private equity* a un impact sur la transparence des marchés. Il induit des coûts additionnels de recherche et de traitement de l'information par les investisseurs, exigeant de négocier au cas par cas les conditions de transparence et de mener des due diligences spécifiques pour analyser des informations non standardisées. Fondamentalement, il fragmente l'information de marché et fait porter à l'investisseur l'initiative et le coût de son obtention. Accessoirement, il favorise la vente de données commerciales, des données avant tout utiles au marketing des fonds. Le coût accru de l'information de marché et de son traitement constituent une externalité informationnelle négative, qui s'apprécie non seulement au niveau microéconomique des investisseurs, mais aussi à l'échelle de l'ensemble de l'information donnée par les marchés financiers au public sur le système productif et l'économie. Ainsi, la représentativité des marchés boursiers s'érode (Schlingemann F., R. Stulz (2020)), avec l'information publique qui lui est associée. La transparence au marché prend plusieurs modalités selon qu'elle est bilatérale (e.g. entre gestionnaire et LP) ou liée à des publications, y compris par des fournisseurs de données. Il importe de la distinguer du *reporting* (au régulateur) qui préserve l'intérêt public sans nuire à la confidentialité. Le besoin de transparence se justifie schématiquement par celui :

- D'informations rétrospectives et prospectives sur les opportunités d'investissement (profil rendement-risque, frais, modalités contractuelles), généralement utiles au fonctionnement concurrentiel du marché ;
- D'un suivi du marché par les parties prenantes et les superviseurs, pour des fins allant du suivi de la performance des investissements à la gestion des risques et conflits d'intérêt ;
- D'analyses transversales du marché, pour en évaluer les évolutions (taille, structure, équilibres) et les risques, e.g. pour la stabilité financière.

³¹⁷ Par exemple, "State and local retirement systems and other government investment funds control more than \$5 trn in combined assets. But they say that (...) in recent years, fierce competition over in-demand managers leaves them at a growing disadvantage. "A frequent refrain that the [New York State Common Retirement Fund] receives in response to its request for improved fund terms that would benefit all investors is: 'respectfully declined,'" the fund's chief investment officer wrote in a comment letter to the SEC" Wall Street Journal; Private funds face a push to provide more disclosure; 06/07/22.

³¹⁸ Par exemple, "In a poll of 100 in-house attorneys representing private-equity investors, 84 % said they accept unsatisfying terms in at least some funds they invest in, out of fear that pushing for better terms will cause their institution to lose access to the fund manager or be allocated a smaller share of the fund" Private funds face a push to provide more disclosure; Wall Street Journal; 06/07/22.

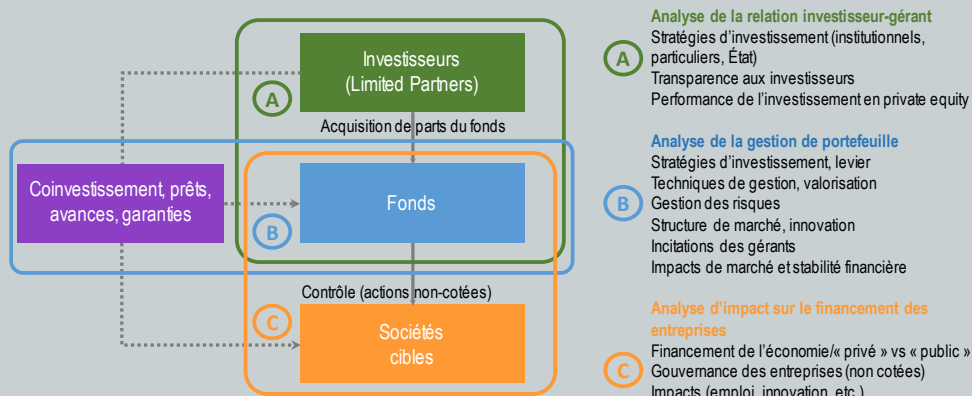
Encadré 8 – Une littérature académique riche et pourtant limitée

Le *private equity* est un champ de la recherche académique à part entière qui bénéficie d'une littérature empirique riche en références, y compris de premier rang (cf. e.g. références à la fin de cette publication). Cette littérature traite des trois principaux champs de questionnement identifiés (Graphique 73) : les relations entre investisseur et gérant, les caractéristiques propres à la gestion, et les impacts de la gestion sur les sociétés financées. En particulier, cette littérature traite utilement des difficultés liées à la valorisation des actifs illiquides, aux mesures de performance du secteur, et d'éléments propres à informer les choix des investisseurs en *private equity* et leur mise en œuvre.

Cette littérature est toutefois confrontée à deux limites principales. D'une part, elle s'inscrit en général dans le cadre théorique de la gestion de la firme (*corporate finance*) et celui de la délégation de gestion de portefeuille, étudiant peu l'"économie industrielle", les externalités (notamment informationnelles) et de façon limitée les questions de régulation de marché (intégrité, stabilité financière, etc.). D'autre part, elle est, de son propre aveu, très limitée par l'information disponible, largement réduite aux bases de données commerciales en usage et aux informations le cas échéant transmises par certains opérateurs, le plus souvent des investisseurs³¹⁹. Les effets macroéconomiques du développement du *private equity* et son économie industrielle restent donc largement à défricher.

Deux conclusions sont tirées ici en particulier de cette littérature : la (sur)performance du *private equity* par rapport aux marchés boursiers et sa création de valeur restent débattues ; elles semblent faibles, mais positives. D'autre part, une cyclicité prononcée de ce secteur, liée notamment à son recours prononcé au levier, est établie, avec des disparités entre le VC et le LBO.

Graphique 73 : Typologie des approches de la littérature



Source : AMF.

En matière de finance privée, la recherche académique ressort comme particulièrement utile pour faire sens de l'information disponible. Ses apports restent toutefois très conditionnés par l'accès aux données pertinentes et la nature de ces données. Deux types de bases de données existent. Celles dont les données proviennent des GP (e.g. Preqin ou PitchBook), sujettes à des biais déclaratifs/de sélection susceptibles d'affecter, notamment, les calculs de performance -dont il s'agirait donc d'évaluer le périmètre de collecte avec précision. Contrairement aux bases sur les *hedge funds*, la performance affichée est souvent celle des opérations (deals) et, sauf exception, la NAV des fonds n'est pas renseignée. L'information est donc donnée sur une performance qui n'est pas nette de frais. Les secondes, comme EurekaHedge, par exemple, sont très difficiles d'accès et sont également conditionnées par la volonté des contributeurs.

De ce fait, la portée générale des études reste limitée (Encadré 8). Par exemple, la question de la transparence des marchés donne lieu à des débats utiles³²⁰, mais les externalités informationnelles négatives dues à la moindre transparence de la finance privée (e.g. vs. les marchés boursiers) ne sont, à notre connaissance, pas évaluées.

³¹⁹ Des craintes peuvent être exprimées de "capture" par l'industrie d'une recherche académique dépendante de l'accès aux données et de conflits d'intérêt des chercheurs (e.g. exerçant aussi des activités de conseil). Certaines initiatives de chercheurs pour mutualiser l'accès aux données et les vues contrastées de la littérature et des débats académiques tendent à limiter ces craintes.

³²⁰ Cf. e.g. Brown G. L. Phalippou (2022).

4.3.2.2 Pour les fins du régulateur de marché

Le besoin de *reporting* s'apprécie au regard des missions de protection des investisseurs, de la stabilité financière et du fonctionnement optimal du marché des autorités compétentes. Il provient avant tout de la discrétion sur les relations contractuelles établissant les fonds, d'autant plus qu'ils sont peu régulés (e.g. déclarés aux autorités, mais pas autorisés par elles). La concurrence pour l'accès au marché (surtout en période de taux bas et recherche de rendements) a pu conduire ici les investisseurs à de moindres exigences de transparence (*race to the bottom*), ce qui pourrait constituer une défaillance de marché (*market failure*). Ce contexte a conduit la SEC aux États-Unis³²¹ à proposer d'accroître les exigences³²² de :

- Transparence aux LP sur les frais, la performance³²³, et d'éviter certains traitements préférentiels ;
- *Reporting* (section 4 du *Form PF for large private equity advisers*) :
 - Périodique, pour accroître l'information sur les stratégies des fonds, leur levier et les financements des sociétés contrôlées (CPC), précisant notamment si la société de gestion et/ou parties liées offrent aussi d'autres financements (du crédit) aux CPC, sur les opérations les restructurations et recapitalisations, les gestionnaires ou personnes liées et les conflits d'intérêts ;
 - Et ponctuel (sous un jour ouvrable) lorsque surviennent certains événements : transaction secondaire initiée par le gérant de portefeuille, démission/retrait de GP d'un fonds, résiliation de période d'investissement ou clôture de fonds, activation de clauses de récupération (*clawback*) (e.g. remboursements de *carried interest* perçus par les GP) par les GP ou les LP.

Ces réflexions interrogent sur l'opportunité d'amender les exigences applicables en Europe. Les incitations des régulateurs pouvant être limitées par la possibilité d'arbitrages réglementaires entre juridictions, ces questions devraient se traiter au niveau international. Plusieurs éléments limitent la portée du *reporting* d'AIFMD, qui tient peu/mal compte du *private equity*. En l'absence de caractérisation positive du *private equity*³²⁴ – et en son sein de catégories fines de stratégies (e.g. le LBO n'est pas reconnu comme tel et se trouve donc dans une catégorie résiduelle - le périmètre couvert est imprécis. Au-delà, on s'interroge plus généralement sur l'adaptation des exigences de *reporting* sur la liquidité et le levier aux spécificités du *private equity*, e.g. sur l'intérêt d'un *reporting* sur les capitaux levés non appelés (*dry powder*), le recours au *bridge financing*, les opérations secondaires, etc.

L'information sur le *private equity* utile au suivi du marché dans son ensemble et à la veille sur les risques pour la stabilité financière reste très incomplète, fragmentaire/peu comparable, et méthodologiquement insuffisamment documentée. Elle se limite notamment aux données des bases commerciales (qui répondent d'abord au besoin des sponsors de promouvoir/benchmarker leur offre), des agences de notation et des associations professionnelles. Par ailleurs, l'information des régulateurs se limite aux fonds supervisés. Il reste difficile ici de comparer précisément le champ couvert par les différentes sources (bases commerciales, agences de notation, associations professionnelles, régulateurs de marché). L'information est rarement comparable : par exemple, les associations professionnelles européennes (e.g. Invest Europe, BVCA, France Invest, etc.) fournissent des données granulaires sur les flux de levées de fonds, d'investissement, de désinvestissement³²⁵, mais pas sur les encours gérés. Une information sur ces derniers est donnée par des *data vendors* (e.g. Preqin, PitchBook) et consultants

³²¹ Cf. section "*Background and need for reform*" de la proposition de règlement de la U.S. SEC visant à l'amélioration de la protection des investisseurs en fonds privés du 9/02/22, et section "*Costs and benefits*" de la proposition de règlement amendant le formulaire de *reporting* sur les fonds privés (*form PF*) du 26/01/22 et "Observations from examinations of private fund advisers" du 27/01/22.

³²² Selon U.S. SEC (2022b), "*Although private equity funds have become an essential part of the U.S. financial system, there is only partial and insufficient information about their governance, strategies, and performance available to regulators*". "*New and more granular information (...) would assist regulators in understanding the diversity of and trends in investment and financing strategies employed by private equity funds, their uses and sources of leverage, the risk profiles of portfolio companies (...) and funds' exposures to these risks, funds' exposure to changes in interest rates, as well as to risks from outside the U.S.*" De plus, "*We anticipate that the improved transparency of private equity fund activities as a result of the proposed current reporting requirements to the SEC and FSOC would enhance regulatory systemic risk assessment and investor protection efforts*". "*The proposal is designed to allow the SEC and FSOC to receive more timely information about certain events that may signal distress at (...) private equity funds or market instability*".

³²³ Ces exigences sont assorties d'exigences sur l'audit des fonds, leurs comptes et registres.

³²⁴ Cf. e.g. lettre de l'ESMA sur la revue d'AIFMD du 18/08/20 : "*We also see merit in specifying the distinction between holdings and private equity funds and clarifying the definition of a joint venture*".

³²⁵ NB : ces données d'Invest Europe collectées auprès des différentes associations nationales suivent une méthodologie harmonisée.

(McKinsey, Bain, etc.) sans pouvoir juger de la base de comparabilité. Le périmètre de l'information des agences de notation (S&P, Moody's, Fitch) sur les conditions de marché et de financement des cibles (e.g. ratios d'endettement, multiples de valorisation des opérations) reste difficile à réconcilier. De façon générale, ces sources ne permettent pas de faire un lien précis entre les activités considérées et les multiples éléments d'identification des entités concernées. Ces sources permettent ainsi, selon les cas, d'évaluer certains aspects/indicateurs d'activité spécifiques (encours, levées de fonds, *dry powder*, investissements, etc.) mais restent très fragmentaires et imprécis³²⁶, d'autant plus que leur propre information est discrétionnaire et que leurs méthodes ne sont pas nécessairement harmonisées. À défaut, il reste difficile de réconcilier données de supervision des autorités et de suivi de l'activité par les intervenants de marché et de juger de leur complétude. Observons par ailleurs que l'information des associations professionnelles sur l'industrie de la gestion du *private equity* elle-même (e.g. structure, nombre d'employés, profitabilité, etc.) est quasi inexistante³²⁷.

Sur ces bases, un suivi cohérent de l'activité au niveau agrégé (encours gérés, flux de financement, conditions de marché et autres informations pertinentes sur les entités régulées) reste une gageure pour le superviseur en France et en Europe. Une base de rapprochement précis des différents types d'entités légales couvertes par les différentes sources sur les fonds et l'industrie du *private equity* serait un préalable utile à un progrès sur ce point.

4.4 Point de vue synthétique et questionnements

4.4.1 Le développement du *private equity* structure l'ensemble des marchés de capitaux

La finance privée remet en cause la structure de marché fondée sur les marchés boursiers et les externalités informationnelles positives qui leur sont associées. Schématiquement, ces dernières se caractérisent par :

- Un *nexus* de contrats³²⁸ qui établissent les firmes du système productif et un modèle de gouvernance actionnariale gérant les relations d'agence par des contrats standardisés et le recours aux marchés boursiers. De surcroît, cette organisation pose les principes d'une "démocratie actionnariale", ou participative³²⁹ ;
- Un partage des revenus et risques du système productif à travers un nombre atomisé d'investisseurs institutionnels intermédiant le placement de l'épargne des ménages et particuliers ;
- La fourniture d'un service de liquidité et de valorisation (fair value) du système productif via un marché secondaire centralisé. On observe notamment ici des externalités positives en termes :
 - d'efficacité de marché (incitations à fournir de l'information fondamentale sur les firmes (obligations de reporting, recherche financière) et de rapidité de l'incorporation de l'information fondamentale dans les prix) ;
 - de fourniture d'information agrégée et comparative (benchmarking) sur le marché : les indices boursiers témoignent de la capacité à agréger en temps réel une information standardisée. Perçus jusque-là comme représentatifs, les indices boursiers "larges" ont perdu ce statut d'indicateur de performance de l'économie.
- Une atomicité des firmes, investisseurs, et intermédiaires sur un marché centralisé propre à asseoir une saine concurrence (absence de pouvoir de marché) et équité de traitement (*fairness*).

³²⁶ Malgré la qualité et l'utilité de ces sources, comme pour les *hedge funds*, les catégories de la *private finance* (*private equity*, *debt*, etc.) et d'activités de marché concernées reposent plutôt sur des pratiques de marché que sur des définitions juridiques strictes, ces dernières variant d'ailleurs souvent selon les pays. Le périmètre couvert est donc imprécis et les taux de couverture du marché difficiles à évaluer. Crucialement, l'activité transfrontière est mal appréciée. De plus, les indicateurs d'activité sont privilégiés par rapport à ceux de risque (levier, etc.), de valorisation, de tarification, etc. Les associations professionnelles publient des informations sur les flux de financement, pas sur les encours.

³²⁷ Comme indiqué au 2.1, en France, les sociétés de gestion font un reporting annuel détaillé à l'AMF via une fiche de renseignements annuelle (FRA) et un rapport annuel sur leur dispositif de contrôle (RAC).

³²⁸ La firme se comprend ainsi comme un lieu où se concentre la conclusion de contrats organisant le système productif. Ce concept est central dans la théorie de la finance d'entreprise initiée par Jensen M., W. Meckling (1976). Cf. aussi e.g. Butler H. (1989).

³²⁹ Pour une discussion et critique du concept de démocratie actionnariale, cf. e.g. Croquevieille M. ((2018).

Sous cet angle (en creux), plusieurs effets et externalités négatives du *private equity* sont identifiées :

- La baisse de représentativité de l'économie par la cote des bourses, liée aussi à une déformation sectorielle de la cote au détriment des entreprises jeunes et innovantes ;
- À l'inverse, un besoin du marché boursier comme référence, y compris pour valoriser les participations non cotées (e.g. le calcul des PME du 3.2.2)³³⁰ ;
- La moindre fréquence des valorisations et diffusion publique des cotations (baisse d'efficacité) ;
- Les difficultés accrues d'évaluation au niveau agrégé du coût et de l'efficacité de l'intermédiation financière.

Sur ce dernier point, dans un discours récent³³¹, le Président de la SEC souligne : i) le coût de l'intermédiation financière (8 % du PIB aux États-Unis vs. 5 % en 1975), ii) le bénéfice tiré de la concentration de l'intermédiation financière (accès à l'information, économies d'échelle, effets de réseau), et iii) l'importance, pour une saine concurrence entre intermédiaires financiers de prendre en compte :

- Les conditions de transparence réduisant les avantages de la consolidation des acteurs et les asymétries d'information, davantage d'intervenants ayant accès à l'information donnée et pouvant la contester ;
- L'accès effectif des émetteurs et investisseurs au marché, sans se limiter aux acteurs les plus importants ou les plus centraux, cet accès favorisant la concurrence et l'innovation ;
- L'équité de cet accès, qui doit traiter de la même manière des acteurs similaires.

Gary Gensler souligne : "*Private funds hold approximately USD 21trn in gross assets. Given its relative growth, soon, this sector may surpass the U.S. commercial banking sector (\$23 trn) (...) Given that these funds touch so much of our economy, efficiency and competition among these intermediaries is important. That's why I supported our recent proposal to require registered private fund advisers to provide detailed reporting to investors of fees, expenses, performance, and preferential treatment, such as side letters. More competition and transparency could potentially bring greater efficiencies to this important part of the capital markets*".

4.4.2 Questionnements pour le régulateur de marché

Il ressort de ce qui précède que l'impact de l'essor du financement par le *private equity* ne se limite pas à des considérations microéconomiques sur le financement du système productif : il remet en question le modèle de marché capitaliste, en particulier les modalités de transparence (l'équilibre optimal entre coût et gains du monitoring des firmes et la transparence au public), d'égalité de traitement des parties prenantes, et de concurrence censées constituer la norme de marché. On s'interroge donc sur les impacts du développement du *private equity* dans un cadre moins confiné à la seule sphère des praticiens de marché directement concernés. Une difficulté importante, provient ici de celle de mesurer les externalités associées à la transparence, là où il est aisé de mettre en avant des coûts de production et publication d'information³³².

Les débats ont parfois pris une tournure politique aux États-Unis³³³. Il appartient aux autorités compétentes d'identifier les moyens d'en objectiver les termes, de préciser les coûts et bénéfices des options envisageables. Des analyses plus approfondies seraient ici utiles, à plusieurs niveaux. Il s'agirait d'abord d'améliorer la compréhension de la structure et des équilibres du marché, les incitations et les comportements stratégiques des acteurs ; ensuite d'évaluer plus spécifiquement les risques et les besoins d'adapter la réglementation et la supervision au regard des missions de protection des investisseurs (e.g. d'intégrité et de gestion des conflits d'intérêts) et de la stabilité financière, et d'organisation du marché (concurrence, équité, efficacité).

³³⁰ Roşov S. (2018): "*a smaller proportion of the corporate sector will be subject to social corporate transparency, limiting support for the corporate sector. (...) This situation poses challenges for expected returns and asset allocation*".

³³¹ Competition and the Two SECs; G. Gensler Remarks Before the SIFMA Annual Meeting; 24/10/22.

³³² On peut mettre en regard ici l'argument sur les coûts de Brown G. dans Brown G., L. Phalippou (2022) : "*average cost of IPOs' regulatory disclosure is about \$2.5 mn and on an ongoing basis, the annual costs for a typical small-cap company about \$1.5 mn (...) since the vast majority of private equity portfolio companies would be microcaps (...), disclosure costs for private equity-backed companies would be proportionally higher*", et ceux de l'analyse coûts bénéfice de la SEC dans ses propositions d'amendement du reporting (U.S. SEC (2022c).

³³³ Cf. e.g. débats du Comité sur les services financiers la Chambre des représentants.

À court terme, le défaut de transparence souligne le besoin de mieux – e.g. plus systématiquement/explicitement – évaluer les risques sous revue, y compris pour la stabilité financière. À cet égard, l'effet du *private equity* sur l'endettement des cibles, est souvent considéré par la littérature pour les bonnes incitations microéconomiques qu'il donne aux créanciers (monitoring) et au management (alignement d'intérêts), et les bénéfices associés en termes d'efficacité de gestion des firmes. Pour autant, cette littérature néglige les externalités négatives liées au recours au levier et à la cyclicité qu'il induit pour la stabilité financière. L'argument selon lequel "*The wall of debt and private equity losses during the great financial crisis turned out to be remarkably small, and the private equity industry itself proved amazingly resilient*" (Brown G., L. Phalippou (2022)) semble insuffisant pour caractériser les vulnérabilités actuelles, et apprécier prospectivement les effets possibles d'évolutions adverses du cycle économique³³⁴. Il s'agirait aujourd'hui en effet d'évaluer, dans une logique de "*reverse macro stress test*", les conditions dans lesquelles les cibles de *private equity* exposées à l'"effet ciseaux" d'une hausse des taux (sur leur rentabilité et leurs passifs) deviennent vulnérables aux conditions de refinancement du crédit, et la capacité des fonds qui les détiennent à effectivement les recapitaliser³³⁵. Mener un tel exercice est totalement illusoire dans le contexte de transparence prévalant aujourd'hui.

Au-delà des besoins immédiats, l'analyse reste largement confinée au niveau microéconomique, conditionnée par des hypothèses fortes, et souvent influencée par des intérêts commerciaux. Un besoin accru d'examen critique des limites de l'information diffusée, en particulier sur les performances du secteur, et pour les besoins du régulateur de marché : protection des investisseurs et de l'intégrité de marché, stabilité financière, organisation optimale et efficiente du marché – compte tenu des externalités. En dépit des éléments utiles fournis par les associations professionnelles, les rediffuseurs de données et autres intervenants de marché (gérants, consultants, agences de notation) et travaux académiques pertinents, l'appréciation des effets du *private equity* sur le système financier et économique est limitée structurellement par la rareté, le coût, et la faible comparabilité de l'information disponible.

Un approfondissement du dialogue avec les parties prenantes devrait constituer un préalable à de telles initiatives, pour tenir compte aussi de l'évolution rapide des pratiques de marché.

³³⁴ On pourrait s'interroger aussi plus systématiquement sur l'histoire du *private equity* en la matière, e.g. sur la dimension systémique des (échecs d')opérations de LBO ou de la sous-performance du VC lors de l'éclatement de la bulle internet au début des années 2000.

³³⁵ Quoiqu'inscrit dans un contexte distinct et centré sur une analyse de cas, Moinade S. (2013) offre une perspective intéressante sur le "mur des maturités", c'est-à-dire sur la capacité à prolonger les échéances de la dette et sa soutenabilité.

CONCLUSIONS - RECOMMANDATIONS

Plusieurs constats et observations ressortent de cette investigation.

1. Le *private equity* : un canal désormais important de financement de l'économie

L'importance du *private equity* pour le système financier mondial et européen est attestée par les montants de financement concernés : 6,3 et 1,2 trn de dollars, respectivement, en 2022. Pour autant, ces chiffres ne rendent pas compte de l'importance fortement croissante du secteur ni d'autres facteurs. Ils reflètent en effet aussi le financement de secteurs clés de l'économie, en particulier d'entreprises de petite taille et innovantes, et/ou d'entreprises contraintes par un accès limité aux financements bancaires ou boursiers. D'autre part, le recours intensif à l'endettement accroît l'emprise sur l'économie. De plus, il interconnecte fortement l'économie réelle et la sphère financière en exerçant une influence directe sur la gestion des entreprises et s'exposant fortement à leurs performances. Enfin, il s'accompagne d'externalités de marché et informationnelles qui confèrent à son développement des effets structurants sur les marchés financiers.

Pour autant, l'industrie et dans une moindre mesure le marché du *private equity*, parfois soumis à des régimes réglementaires à certains égards moins prescriptifs reste mal connus en tant que tels. En particulier, les indicateurs d'activité et de risque restent limités, et la démographie, la structure (géographique, par type de produits, etc.), la concentration, la rentabilité de l'industrie restent largement à explorer, le cas échéant avec l'appui des associations professionnelles concernées.

2. La surperformance du *private equity* semble établie, mais reste à qualifier

La performance du *private equity* reste sujette à débat, mais est en général reconnue pour dépasser celle des marchés boursiers. Elle est attribuée à des gains d'efficacité liés notamment aux qualités managériales de ses gestionnaires. Cette observation est à qualifier à de multiples titres :

- Son attribution aux différents facteurs pertinents -ingénierie et facilitation des opérations financières, timing des opérations d'investissement des fonds, effets de levier, croissance organique et investissement physique et/ou immatériel des firmes concernées, reste matière à plus ample analyse ;
- Elle est très différenciée avec, notamment, une faible corrélation entre le Venture Capital, qui concentre un grand nombre d'entreprises en phase de croissance, et le LBO qui concentre une part majoritaire des financements dans des opérations de grande taille impliquant des firmes matures ;
- Sa persistance reste discutée. Les rendements agrégés ont semblé décroître (pour le LBO aux États-Unis, Graphique 66) et sont aussi très cycliques, la volatilité et la faible liquidité des investissements pourraient justifier des primes de risque (plus) élevées ;
- Elle pose question, enfin, dans un contexte où le secteur attire les talents, sur la rémunération des gérants, mal mesurée, et sur la capacité de la demande à faire jouer pleinement la concurrence pour ce type d'intermédiation financière.

3. Le développement du *private equity* est aussi source de risque potentiel

Ces évolutions s'accompagnent de risques plus ou moins avérés dans de multiples champs de compétence des régulateurs financiers.

En termes de protection des investisseurs :

- Elles renouvellent certaines questions sur la capacité des investisseurs institutionnels à appréhender les informations relatives à leurs investissements (e.g. concernant la valorisation des actifs, la mesure des risques dus au levier et à l'illiquidité, les frais) et sur la matérialité des conflits d'intérêt et des risques pour l'intégrité des marchés. Si ces risques font, en France, l'objet de dispositions déontologiques des associations professionnelles concernées qui ont force de règlement, ils sont plus généralement susceptibles d'être accrus par :

- Les difficultés de valorisation des actifs et la faible transparence du marché due en partie au manque de standardisation de l'information pertinente, généralement conditionnée par les clauses contractuelles spécifiques aux fonds les établissant ;
 - La complexification de l'offre et sa concentration dans des grands groupes diversifiés, auxquelles s'ajoute un contexte économique cyclique – tous de nature à accroître les conflits d'intérêt des gérants ;
- Ils soulèvent des risques nouveaux liés à une diffusion croissante aux investisseurs particuliers, à commencer par les plus fortunés.

En termes de stabilité financière, les fortes expositions aux effets de levier dues au *private equity*, et sa forte cyclicité, posent question sur la capacité de ces fonds fermés et des sociétés qu'ils détiennent à gérer les échéances de refinancement (un éventuel "mur de maturités"). Des signes ponctuels de tension ont pu être observés sur les marchés de dette concernés, notamment aux États-Unis, dont le caractère précurseur reste à établir.

En termes d'organisation des marchés, le développement du *private equity* :

- Induit un repli des financements boursiers et des externalités informationnelles négatives liées à la fragmentation et privatisation de l'information de marché ;
- Affecte, en adaptant l'offre aux besoins spécifiques des investisseurs, leur égalité de traitement, dans un contexte d'accès au marché et de transparence différencié ;
- Peut avoir des effets adverses sur le coût de l'intermédiation financière, dès lors qu'il réduit la transparence et la comparabilité de l'offre. Le Président de la SEC aux États-Unis exprime la crainte d'un défaut de concurrence³³⁶.

4. Des implications pour les autorités de marché

Du point de vue des autorités de marché, les observations précédentes sont de nature à motiver :

Un réexamen de certaines dispositions du cadre réglementaire applicable. En première analyse, il ressort en Europe, compte tenu du fait qu'AIFMD couvre un large spectre d'acteurs de la gestion d'actifs :

- Une caractérisation imprécise du *private equity* par la directive AIFMD³³⁷. À titre d'exemple illustratif, le reporting, qui laisse à la libre appréciation du déclarant les stratégies considérées, n'inclut pas explicitement de sous-catégorie pour le LBO³³⁸.
- Une faible visibilité sur les véhicules simplement déclarés (pas agréés), dont la mesure officielle des encours reste à préciser.
- Un défaut de prise en compte des types de levier propres au *private equity*. D'une part, celui des fonds ne comprend pas les véhicules (SPV/holdings) via lesquels ils investissent dans les sociétés cibles. On peut s'interroger ici sur la raison de l'exemption déclarative du *private equity* (les investisseurs ne sont pas redevables de dettes du véhicule au-delà du montant de leur investissement dans le fonds) par rapport à d'autres types de FIA. D'autre part, le levier des sociétés cibles, généralement accru à l'initiative et pour les besoins des fonds qui les détiennent, n'est pas connu (il l'est aux États-Unis).

³³⁶ Précisons qu'en Europe, la transparence des frais fait l'objet de plusieurs réglementations contraignantes : PRIIPS, ELTIF 2, et potentiellement à l'avenir, dans le cadre du projet de Retail Investment Strategy présenté par la Commission Européenne.

³³⁷ AIFMD ne décrit positivement aucune stratégie de gestion. En revanche, sa prise en compte des spécificités du *private equity* ressort comme moindre, par exemple, que celle des *hedge funds*.

³³⁸ Le [reporting d'AIFMD](#) distingue les catégories : VC, Growth, Mezzanine, Multi-strategy et Other. Le LBO, soit 69,8 % des encours en 2022 en Europe selon McKinsey/Prequin, se trouve donc dans la catégorie résiduelle "Other". Plus généralement, le reporting des FIA relève d'un dispositif de niveau 2, qui précise le contenu et laisse peu de place à l'ESMA pour amender les champs de données (en créer, voire en éliminer s'ils sont redondants). À ce jour la [Strategy on supervisory data in EU financial services](#) de l'U.E. n'a pas affecté ce reporting.

Au-delà, l'opportunité de réexaminer la capacité à gérer les conflits d'intérêt et les risques pour l'intégrité des marchés pourrait être réévaluée. . Compte tenu du caractère global des activités de l'industrie et des possibilités d'arbitrage réglementaire, un tel examen est à inscrire dans une perspective internationale.

Un meilleur suivi par les autorités de supervision semble, en tout état de cause, souhaitable. Au-delà des données réglementaires disponibles, des indicateurs agrégés d'activité plus pertinents seraient utiles. Des précisions seraient ici nécessaires avant tout sur les définitions et périmètres couverts par les données de marché existantes, là où le périmètre des entités et produits reste difficile à réconcilier avec les référentiels dont dispose le régulateur. Sur ces bases, un dialogue constructif avec l'industrie pourrait permettre d'établir une cartographie plus systématique des encours et des activités de l'industrie.

RÉFÉRENCES

- Acharya V., C. Kehoe, M. Reyner (2008); The voice of experience: public versus *private equity*; The McKinsey Quarterly
- Acharya V., O. Gottschalg, M. Hahn, C. Kehoe (2012); Corporate governance and value creation: Evidence from *private equity*; European Corporate Governance Institute Finance Working Paper 232/2009
- Afg-France Invest (2013); [Règlement de déontologie des Sociétés de Gestion de Portefeuille intervenant dans le capital investissement](#)
- AIMA (2022); [Financing the Economy 2022](#)
- Ain-Tommar S. (2018); Three essays on *private equity*; PhD Thesis; NNT : 2018PSLED032
- Ain-Tommar S., S. Darolles, E. Jurczenko (2023); Private equity fund performance around the world
- Akcigit U., S. Ates, J. Lerner, R. Townsend, Y. Zhestkova (2021); Fencing off silicon valley: cross-border VC and technology spillovers; NBER Working Paper 27828
- Albers-Schoenberg A. (2019); Measuring Private Equity Fund Performance; INSEAD Background Note
- Albertus J., M. Denes (2020); Private equity fund debt: Capital flows, performance, and agency costs
- Aldatmaz S., G. Brown (2018); Private equity in the global economy: evidence on industry spillovers; UNC Kenan Flagler Research Paper 2013-9
- Altman E., E. Hotchkiss, W. Wang (2019); Corporate financial distress restructuring and bankruptcy. Analyze leveraged finance distressed debt and bankruptcy; Wiley
- Amornsiripanitch N., P. Gompers, G. Hu, Levinson, V. Mukharlyamov (2022); Failing just fine: Assessing careers of VC-backed entrepreneurs via a non-wage measure; NBER Working Paper 30179
- Andonov A., Y. Hochberg, J. Rauh (2018), Political representation and governance: Evidence from the investment decisions, The Journal of Finance 73-5, 2043-2086
- Ang, A., B. Chen, W. Goetzmann, L. Phalippou (2018); Estimating *private equity* returns from LP cash flows; Journal of Finance 73, 1751-1783
- Appelbaum E., R. Batt (2017); Update: Are lower *private equity* returns the new normal; CEPR 2017-02
- Aramonte S. (2020); Private credit recent developments and long-term trends; BIS Quarterly Review 20-03
- Aramonte S., F. Avalos (2021); The rise of private markets; BIS Quarterly Review 21-12
- [Arnold & Porter](#) (2020); Department of Labor expresses views on *private equity* inclusion in Defined Contribution plan investment alternatives; 11/06/20
- Austin N., L. Phalippou (2022); Decomposing value gains: Case of the best LBO ever; Oxford University, Said Business School Working Paper
- Axelson U., T. Jenkinson, P. Strömberg, M. Weisbach (2013); Borrow cheap, buy high: The determinants of leverage and pricing in buyouts; Journal of Finance 68, 2223-2267
- Ayash B., M. Rastad (2019); LBOs and financial distress;
- Ayash B., R. Bartlett, A. Poulsen (2017); The determinants of buyout returns: Does transaction strategy matter; Journal of Corporate Finance 46
- Badertscher B. A., D. Givoly, S. Katz, H. Lee (2018); Private ownership and the cost of public debt: Evidence from the bond market; Management Science 65-1, 301-326
- Bai X., Y. Wu (2023); Private equity and gas emissions: Evidence from electric power plants
- Baik B. (2023); Private equity fund valuation management during fundraising; Harvard Business School Accounting & Management Unit, & Harvard Business School Finance Working Paper 23-013
- Banerjee R., F. Franceschi, S. Riederer (2022); Borrower vulnerabilities, their distribution and credit losses; BIS Quarterly Review 22-09
- Banque de France; Le LBO; Référentiel des financements des entreprises ; Ch. 4 ; 431
- Barber B., A. Morse, A. Yasuda (2019), Impact investing, Journal of Financial Economics 139, 162-185
- Barber B., A. Yasuda (2017); Interim fund performance and fundraising in *private equity*; Journal Financial Economics 124-1, 172-194
- Barrela R., P. Lopez-Garcia, R. Setzer (2022), Medium-term investment responses to activity shocks: The role of corporate debt, ECB Working Paper 2751
- Baum J., B. Silverman (2004); Picking winners or building them-Alliance, intellectual, and human capital as selection criteria in venture financing and performance of biotechnology startups, Journal of Business Venturing 19-3, 411-436
- Baxter A., C. Cash, J. Lerner, R. Prasad (2020); Two case studies on the financing of forest conservation; Harvard Business School Finance Working Paper 20-137
- Becker B., V. Ivashina (2022); Disruption and Credit Markets; NBER Working Paper 29890
- Begenau J., E. Siriwardane (2022); How do *private equity* fees vary across public pensions; NBER Working Paper 29887
- Berg A., O. Gottschalg (2003); Understanding value generation in buyouts; INSEAD Working Paper 42/SM
- Bernstein S., Lerner J., F. Mezzanotti (2020); Private equity and financial fragility during the crisis; NBER Working Paper 23626
- Bertoni F., M. Colombo, A. Quas (2015); The patterns of venture capital investment in Europe, Small Business Economics 45-3, 543-560
- Biesinger M., Ç. Birca, A. Ljungqvist (2023); Value creation in private equity; EBRD Working Paper 242
- BlackRock (2015); [Comments on FSB's consultation on assessing methodologies for Identifying NBNI G-SIFIs](#)
- Bles T. (2020), Explaining holding periods and exit routes of buy-and-build strategies in *private equity*, An empirical analysis of the UK, Masters thesis
- Block J., Y. Jang, S. Kaplan, A. Schulze (2022); A survey of private debt funds
- Böni P., de Roon F. (2023), Uncovering the public and private components of private debt returns
- Boyer B., T. Nadauld, K. Vorkink, M. Weisbach (2023); Private equity indices based on secondary market transactions; Journal of Finance 78-2, 835-885
- Boyer B., T. Nadauld, K. Vorkink, M. Weisbach (2022); Discount-rate risk in *private equity*: Evidence from secondary market transactions; NBER Working Paper 28691
- Braun R., B. Puche (2014); Value creation in private equity-Capital Dynamics, CEFS

- Braun R., I. Stoff (2016); The cost of *private equity* investing and the impact of dry powder; Journal of Private Equity 19-2, 22-33
- Braun R., J. Cornel, P. Schillinger (2019); Distortion or cash flow management-Understanding credit facilities in *private equity* funds;
- Braun R., T. Jenkinson, I. Stoff (2018); How Persistent is *private equity* performance: Evidence from deal-level data; Journal of Financial Economics 123-2, 273-291
- Breuer P. (2002); Measuring off-balance-sheet leverage; Journal of Banking and Finance, 26-2/3, 223-242
- Brown D., E. Fee, S. Thomas (2009); Financial leverage and bargaining power with suppliers: evidence from leveraged buyouts; Journal of Corporate Finance 15, 196-211
- Brown G. et al. (2021); Private equity debt leverage; Private Equity Research Consortium and Institute for Private Capital
- Brown G., L. Phalippou (2022); Should private companies have the same SEC disclosure requirements as public companies: A debate;
- Brown G., O. Gredil, S. Kaplan (2019); Do *private equity* funds manipulate reported returns?; Journal of Financial Economics 132-2, 267-297
- Brown G., R. Harris, T. Jenkinson, S. Kaplan S., D. Robinson (2015); What do different commercial data sets tell us about *private equity* performance
- Brown G., R. Harris, W. Hu, T. Jenkinson, S. Kaplan, D. Robinson (2020); Private equity portfolio companies: A first look at Burgiss holdings data
- Brown G., R. Harris, W. Hu, T. Jenkinson, S. Kaplan, D. Robinson (2020); Can investors time their exposure to *private equity*; NBER WP 26755
- Brown G., S. Kaplan (2019); Have *private equity* returns really declined?; Kennan Institute
- Broyd T., L. Chen, K. Fuller, Z. Ye (2023); The Problem of discount rate in infrastructure project: Exploring the idea of financial twins
- Buchner A. (2020); Risk management for *private equity* funds; Journal of Risk 19-6, 1-32
- Butler H. (1989); The contractual theory of the corporation; George Mason University Law Review, 99-123
- Cao J., J. Lerner (2008); The performance of reverse LBOs; Forthc. Journal of Financial Economics 91-2 (2009)
- Cassel J., J. Lerner, E. Yimfor (2022); Racial Diversity in private capital fundraising; NBER Working Paper 30500
- Castellaneta F., O. Gottschalg (2016); Does ownership matter in *private equity*? Sources of buyout performance; Strategic Management Journal 37-2, 330-348
- Catalini C., J. Guzman, S. Stern (2019); Hidden in Plain Sight: Venture growth with or without VC; NBER Working Paper 26521
- Cathcart L., A. Dufour, L. Rossi, S. Varotto (2020), The differential impact of leverage on the default risk of small and large firms, Journal of Corporate Finance 60
- Cavagnaro D., B. Sensoy, Berk, Y. Wang, M. Weisbach (2019); Measuring institutional investors' skill at making *private equity* investments; Journal of Finance 74-6, 3089-3134
- Chemmanur T., K. Krishnan, D. Nandy (2009); How does venture capital financing improve efficiency in private firms? A Look beneath the surface; ; Review of Financial Studies 2011
- Cohn J., L. Mills, E. Towery (2013); The evolution of capital structure and operating performance after LBOs: Evidence from U.S. corporate tax returns; Journal of Financial Economics 111-2, 469-494
- Colombo M., L. Grilli (2010); On growth drivers of high-tech start-ups: Exploring the role of founders human capital and venture capital; Journal of Business Venturing, 25, 610-626
- Colonnelli E., B. Li, E. Liu (2022); Investing with the government: A field experiment in China; NBER Working Paper 30161
- Couret A., P. Le Roux, J. Sutour (2015); [La SLP](#) ; LEXplicité, CMS Lefebvre ; 15/10/15
- Croquevielle M. (2018) ; La démocratie actionariale-Contribution à l'étude d'un mythe juridique ; Thèse de doctorat en droit
- Cumming D. (2008); Contracts and exits in venture capital finance; Review of Financial Studies 21-5, 1947-1982
- Cumming D., D. Siegel, M. Wright (2008); Private equity, LBOs and governance; Journal of Corporate Finance, 13, 439-460
- Cumming D., L. Grilli, S. Murtinu (2017); Governmental and independent VC Investments in Europe: A firm-level performance analysis; Journal of Corporate Finance 42, 439-459
- Cumming D., U. Walz (2004); Private equity returns and disclosure around the world; Journal of International Business Studies
- Cvijanovic D., S. Milcheva, A. Van de Minne (2021); Impact of institutional investors on real estate risk;
- Da Rin M., L. Phalippou (2014); There is something special about large investors: Evidence from a survey of *private equity* LPs; CentER Discussion Paper 2014-016
- Da Rin M., L. Phalippou (2016); The importance of size in *private equity*: Evidence from a survey of LPs; Forthc Journal of Financial Intermediation (2017)
- Davis S., J. Haltiwanger, K. Handley, J. Lerner, B. Lipsius, J. Miranda (2021); The economic effects of private equity buyouts
- Davis S., J. Haltiwanger, K. Handley, R. Jarmin, J. Lerner, J. Miranda (2014); Private Equity, Jobs, and Productivity; American Economic Review 2014, 104-12, 3956-3990
- Davis S., J. Haltiwanger, K. Handley, R. Jarmin, J. Lerner, J. Miranda (2018); Private Equity, Jobs, and Productivity-Reply to Ayash and Rastad; Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper 18-074
- Davis S., J. Haltiwanger, K. Handley, R. Jarmin, J. Lerner, J. Miranda (2014); Private equity, jobs and productivity; American Economic Review 104-12, 3956-3990
- De Fontenay E. (2014); Private Equity Firms as Gatekeepers; Review of Banking & Financial Law 33, 115-189
- De Fontenay E. (2017); The deregulation of private capital and the decline of the public company; Hastings Law Journal, 445-502
- De Juvigny B. (2021); [Speech by Benoît de Juvigny, AMF Secretary General](#); IOSCO SPAC Network Stakeholder Meeting; 16/12/21
- Debevoise & Plimpton (2017); [Private equity jumps into the SPACs market](#); Fall 2017
- Degeorge F., J. Martin, L. Phalippou (2015), On secondary buyouts, Journal of Financial Economics 120-1, 124-145
- Devigne D., S. Manigart, T. Vanacker, K. Mulier (2018); VC internationalization: Synthesis and future research directions; Journal of Economic Surveys, 32-5, 1414-1445
- Dinlersoz E., S. Hyatt, H. Kalemli-Ozcan, V. Penciakova (2019); Leverage over lifecycle: Implications for firm shock responsiveness; NBER Working Paper 25226

- Dobridge C., E. Gilje, A. Whitten (2022); The secular decline in private firm leverage; NBER Working Paper 30034
- Døskeland, T. P. Strömberg (2018); Evaluating investments in unlisted equity for the Norwegian global government pension fund (GPFG); Report to the Norwegian Ministry of Finance
- Durant D., R. Massaro (2004); Valorisation des actions non cotées : un test à l'échelle européenne; Bulletin de la Banque de France 104
- Ennis R. (2020); Institutional investment strategy and manager choice-A critique; The Journal of Portfolio Management 46-5, 104-117
- ESMA (2022); [EU Alternative Investment Funds; ESMA Annual statistical report](#); 03/02/22
- Ewens M., D. Sosyura (2023); Irreplaceable Venture Capitalists
- Ewens M., J. Farre-Mensa (2021); Private or Public Equity? The Evolving Entrepreneurial Finance Landscape; NBER Working Paper 29532
- Ewens M., J. Mensa (2019); The deregulation of the *private equity* markets and the decline in IPOs; NBER Working Paper 26317
- Ewens M., M. Rhodes-Kropf (2015); Is a VC partnership greater than the sum of its partners; NBER Working Paper 1920; Journal of Finance 70-3, 081-1113
- Ewens M., R. Nanda, C. Stanton (2020); The evolution of CEO compensation in venture capital backed startups; NBER Working Paper 27296
- Fang L., V. Ivashina V., J. Lerner (2013); The disintermediation of financial markets: Direct investing in *private equity*; NBER Working Paper 19299
- Federman L., L. Grimm, K. Morley, M. Schneiderei, E. Scott (2021); Jumping the line: Priming restructuring transactions during the Covid-19 crisis; Butterworths Journal of International Banking and Financial Law (Jones Day)
- Ferson W., J. Wang (2020); A panel regression approach to holdings-based fund performance measures; NBER Working Paper 28238
- Fitza M., S. Matusik SF, E. Mosakowski (2009); Do VCs matter? The importance of owners on performance variance in start-up firms; Strategic Management Journal 30-4: 387-404
- Fleckenstein M., F. Longstaff (2020); Private equity returns: Empirical evidence from the business credit card securitization Market; NBER Working Paper 28134
- Foureault F., J-E. Palard (2022); Les facteurs de vulnérabilité des entreprises sous LBO :Une analyse comparée de deux ETI; Annales des Mines - Gérer et comprendre 2022/2 (N°148)
- France Invest-INUO Strategic Impact (2020); Étude sur les ETI et grandes entreprises françaises performantes accompagnées par le private equity entre 2009 et 2019
- France Invest-EY (2022a); Croissance et créations d'emploi dans les entreprises accompagnées par les acteurs français du capital-investissement, 19^{ème} édition
- France Invest-EY (2022b); Étude sur la création de valeur dans les PME-ETI accompagnées par les acteurs français du capital-investissement, 8^{ème} édition
- Franzoni F., E. Nowak, L. Phalippou (2012); Private equity performance and liquidity risk; Journal of Finance 67-6, 2341-2373
- Fuchs F., R. Füss, T. Jenkinson, S. Morkoetter (2017); Winning a deal in *private equity*: do educational networks matter; University of Sankt.Gallen Research Paper 17-15
- Gahng M., J. Ritter, D. Zhang (2021), SPACs, Forthc. in Review of Financial Studies
- Gahng M., J. Ritter, D. Zhang (2021); SPACs; Forthc. in Review of Financial Studies
- Gao X., J. Ritter, Z. Zhu (2013), Where have all the IPOs gone, Journal of Financial and Quantitative Analysis 48-6, 1663-1692
- Gibson R., M. Hoesli, J. Shan (2022); The Valuation of Illiquid Assets-A Focus on Private Equity and Real Estate; SFI RP 22-12
- Giuzio M., C. Moldovan, D. Vassallo (2020), Financial stability implications of *private equity*, in ECB Financial Stability Review, May
- Goetzmann W., C. Spaenjers, S. Van Nieuwerburgh (2021); Real and private-value assets; NBER Working Paper 28580
- Gompers P., S. Kaplan, V. Mukharlyamov (2016); What do private equity firms say they do? Journal of Financial Economics 121-3, 449-476
- Gompers P., S. Kaplan, V. Mukharlyamov (2021); Private equity and COVID-19; NBER Working Paper 27889
- Gompers P., V. Murharlyamov (2022); Transferable Skills? Founders as Venture Capitalists; NBER Working Paper 29907
- Gompers P., W. Gornall, S. Kaplan, I. Strebulaev (2016); How do venture capitalists make decisions? ; NBER Working Paper 22587
- Gornall W., I. Strebulaev (2020); Squaring venture capital valuations with reality; Journal of Financial Economics 135-1, 120-143
- Gottchalg O., F. Lopez de Silanes, L. Phalippou (2015); Giants at the gate: Investment returns and diseconomies of scale in *private equity*; Journal of Financial and Quantitative Analysis 50-3, 377-411
- Gottchalg O., L. Phalippou (2009); The performance of *private equity* funds; Review of Financial Studies 22-4, 1747-1776
- Goyal A., S. Wahal, M. Yavuz (2021); Picking partners: Manager selection in *private equity*; Swiss Finance Institute Research Paper 21-86
- Goyal A., S. Wahal, M. Yavuz (2022); Choosing investment managers; Swiss Finance Institute Research Paper 20-63
- Grillet-Aubert L. (2021); [SPAC Opportunités et risques d'une nouvelle façons de se coter en bourse](#) ; AMF ; July
- Groh A., O. Gottchalg (2011); The effect of leverage on the cost of capital of US buyouts.; Journal of Banking and Finance. 35-8, 2099-2110
- Guo S., E. Hotchkiss, W. Song (2011); Do Buyouts (Still) Create Value?; The Journal of Finance 66-2, 479-517
- Gupta A., S. Howell, C. Yannelis, A. Gupta (2021); Does *private equity* investment in healthcare benefit patients? Evidence from nursing homes; NBER Working Paper 28474
- Gupta A., S. Van Nieuwerburgh (2019); Valuing *private equity* strip by strip; NBER Working Paper 26514
- Haddad V., E. Loualiche, M. Plosser (2017); Buyout activity: The impact of aggregate discount rates; Journal of Finance 72-1, 371-414
- Haque S. (2023); Does private equity over lever portfolio companies? Federal Reserve Board; Finance and Economics Discussion Series 2023-009
- Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan (2015); How do *private equity* investments perform compared to public equity ; Darden Business School Working Paper
- Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan, R. Stucke (2017); Financial intermediation in *private equity*: How well do funds-of-funds Perform; NBER Working Paper 23428
- Harris R., T. Jenkinson, S. Kaplan, R. Stucke (2020); Has persistence persisted in *private equity*; NBER Working Paper 28109
- Hartman-Glaser B., S. Mayer, K. Milbradt (2022); Waiting for capital with on-demand financing; NBER Working Paper 29712

- Hoberg G., G. Phillips (2022), Scope, scale and concentration: The 21st Century Firm, NBER Working Paper 30672
- Hochberg, Y., A. Ljungqvist, A. Vissing-Jørgensen (2014); Informational holdup and performance persistence in venture capital; *Review of Financial Studies* 27, 102-152
- Hochberg Y., A. Ljungqvist, Y. Lu (2007); Whom you know matters: VC networks and investment performance; *Journal of Finance* 62-1, 251-302
- Hommel N., A. Landier, D. Thesmar (2023); Corporate valuation: An empirical comparison of discounting methods; NBER Working Paper 30898
- Hotchkiss E., D. Smith, P. Stömborg (2020); Private equity and the resolution of financial distress; ECGI Working Paper 331-2012
- Howel S., J. Lerner, R. Nanda, R. Townsend (2020); Financial distancing: How venture capital follows the economy down and curtails innovation; NBER Working Paper 27150
- Howel S., J. Lerner, R. Nanda, R. Townsend (2020); How Resilient is Venture-Backed Innovation-Evidence from Four Decades of U.S. Patenting; NBER Working Paper 27150
- Howell S., Y. Jang, H. Kim, M. Weisbach (2022); All clear for takeoff: Evidence from airports on the effects of infrastructure privatization; NBER Working Paper 30544
- Huang R., J. Ritter (2022), The puzzle of frequent and large issues of debt and equity, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 57-1, 170-206
- Hull J., A. Lo, R. Stein (2019); Funding Long Shots; Rotman School of Management Working Paper 3058472
- Ianiro A., C. Weistroffer, S. Zema (2022); Synthetic leverage and margining in non-bank financial institutions; ECB Financial Stability Review, May
- Ilmanen A., S. Chandra, N. McQuinn (2020); Demystifying illiquid assets expected returns for *private equity*; *Journal of Alternative Investment* 22-3, 1-15
- IMF Balance of Payment Manual 6; Valuation of unlisted equity
- Iqbal, A., S. Rajgopal, A. Srivastava, R. Zhao (2021), Value of internally generated intangible capital, Working paper, University of Calgary and Columbia University
- Ivashina V., A. Kovner (2011); The *private equity* advantage: Leveraged buyout firms and relationship banking; *Review of Financial Studies* 24-7, 2462-2498
- Ivashina V., B. Vallee (2020); Weak Credit Covenants; NBER Working Paper 27316
- Ivashina V., J. Lerner (2019); Pay now or pay later: The economics within the *private equity* partnership-; *Journal of Financial Economics* 131-1, 61-87
- Jenkinson T., M. Kim, H. Weisbach (2021) (2021); Buyouts-A Primer; NBER Working Paper 29502
- Jenkinson T., M. Sousa (2015); What determines the exit decision for leveraged buyouts?; *Journal of Banking & Finance* 59, 399-408
- Jenkinson T., M. Sousa, R. Stucke (2013); How fair are the valuations of *private equity* funds?
- Jenkinson T., R. Stucke (2011); Who benefits from the leverage in LBOs; Working paper Saïd School of Business, University of Oxford
- Jenkinson T., S. Morkoetter, T. Wetzler (2018); Buy low, sell high: Do *private equity* fund managers have market abilities?; University of Sankt Gallen School of Finance Research Paper 2018-13
- Jensen M. (1989). Eclipse of the public corporation, *Harvard Business Review*, Sep.-Oct.
- Jensen M., W. Meckling (1976); The Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure; *Journal of Financial Economics* 3, 305
- Job J., J. Bryant, R. Ososami (2018); Key risks in *private equity* investing from an LP's perspective; MJ Hudson
- Johnston-Ross E., S. Ma, M. Puri (2021); Private equity and financial stability: Evidence from failed bank resolution in the crisis; NBER Working Paper 28751
- Kalemli-Özcan S., L. Laeven, D. Moreno (2019), Debt overhang, rollover risk, and corporate investment, Evidence from the European crisis, ECB Working Paper Series 2241
- Kamlund M., O. Knudsen (2018), What determines *private equity* holding periods, Master thesis
- Kaplan S., A. Schoar (2005); Private equity performance: returns, persistence, and capital flows; *Journal of Finance* 60-4, 1791-1823
- Kaplan S., B. Sensoy (2015); Private equity performance: A survey; Fisher College of Business Working Paper 201503-10
- Kaplan S., M. Klebanov, M. Sorensen (2012); Which CEO characteristics and abilities matter; *Journal of Finance* 67-3, 973-1007
- Kaplan S., M. Sorensen (2017); Are CEOs different? Characteristics of top managers; NBER Working Paper. 23832
- Kaplan S., P. Strömberg (2009); Leveraged buyouts and *private equity*; *Journal of Economic Perspectives* 23-1, 121-146
- Karoui L., S. Rogers, M. Puempel, M. Manzo, S. Mori, B. Shumway, V. Viswanathan (2022); Private debt markets: Evolving challenges, but still a strong value proposition; Goldman Sachs Credit Strategy Research 17/06/22
- Klausner M., M. Ohlrogge, E. Ruan (2022); A sober look at SPACs; *Yale Journal on Regulation* 39-1; 228-303
- Koerver Schmidt P. (2017); Permanent establishment for investors in *private equity* funds: A Legal analysis in light of the changes to the OECD model; *Nordic Tax Journal*
- Korteweg A., M. Sorensen (2017); Skill and luck in *private equity* performance; *Forthc. Journal of Financial Economics* 124-3, 535-562
- Korteweg A., S. Nagel (2016); Risk-adjusting the returns to VC; *Journal of Finance* 71-3, 1437-1470
- KPMG (2014); Navigate through AIFMD in Ireland
- KPMG (2016); Evaluating PE's performance: Approach the 'value bridge' with caution
- KPMG (2020); Illustrative annual report for Reserved Alternative Investment Funds (RAIFs)
- Lambert M., A. Scivoletto, T. Tykvov (2022); Agency costs of dry powder in private equity funds
- Larrain B., G. Philips, G. Sertsios, F. Urzua (2021); The effects of going public on firm performance and commercialization strategy: Evidence from international IPOs ; NBER Working Paper 29219
- Laubach O., A-C. Brunen (2020); Managing diversifiable risk in *private equity*
- Lavery P., J-M. Serena, M-E. Spaliara, S. Tsoukas (2021); Private equity buyouts and firm exports; BIS Working Paper 961

- Lerner J., A. Schoar, W. Wongsunwai (2007); Smart institutions, foolish choices: The limited partner performance puzzle; *Journal of Finance* 62-2, 731-764
- Lerner J., D. Noble (2022); When to go and how to go: Founder and leader transition in *private equity* firms; Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper 22-014
- Lerner J., J. Mao, A. Schoar, N. Zhang (2018); Investing outside the box: Evidence from alternative vehicles in private capital; NBER Working Paper 24941
- Lerner J., M. Sorensen, P. Strömberg (2011); Private equity and long-run investment: The case of innovation; *Journal of Finance*, 66-2, 445-477
- Lerner J., R. Nanda (2020); Venture capital's role in financing innovation: What we know and how much we still need to learn; Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper 20-131
- L'Her J-F., R. Stoyanova, K. Shaw, W. Scott, C. Lai (2016); A bottom-up approach to the risk-adjusted performance of the buyout fund market; *Financial Analysts Journal* 72- 4, 36-48
- Lim J, M. Schwert, M. Weisbach (2021); The economics of PIPEs; *Journal of Financial Intermediation* 45, 1-14
- Lindstrom T., D. Siegel, K. Simons (2005); Ownership change, productivity, and human capital: New evidence from matched employer-employee data; Ch.11 in "Producer Dynamics: New evidence from micro data"; Dunne T., J. Jensen, M. Roberts ed., NBER, University of Chicago Press
- Lockett M., S. Pruthi, A. Wright (2005); International venture capital research from cross-country comparisons to crossing borders; *International Journal of Management* 7-3, 135-165
- Long A., C. Nickels (1996) ; [A private investment benchmark](#); AIMR Conference on Venture Capital Investing; 13/02/96
- Lubochinsky C. (2021); Eclipse ou crépuscule ? Pourquoi les Bourses n'ont plus la cote; Institut Messine
- Lyonnet V., L. Stern (2023), *Venture Capital (re)Allocation in the of AI*
- Manigart S., H. Sapienza, W. Vermeir (1996); Venture capital governance and value added in four countries; *Journal of Business Venturing* 11-6, 439-469
- Manigart S., K. Mulier, F. Verplancke (2020); Investment timing, risk, uncertainty, and return: Evidence from venture capital backed IPOs;
- Manigart S., Standaert T., Knockaert M. (2021), *Venture capital winners: A configurational approach to high venture capital-backed firm growth*; *British Journal of Management* 33-1, 211-230
- Manigart S., M. Wright (2013); Reassessing the relationships between *private equity* investors and their portfolio companies; ; *Small Business Economics* 40-3, 479
- Manigart S., T. Standaert (2018); Government as fund-of-fund and VC fund sponsors: Effect on employment in portfolio companies; *Small Business Economics* 50
- Marks H. (2017); [Lines in the sand](#); Oaktree Capital.
- Mauboussin M., D. Callahan (2020); Public to *private equity* in the US: A long-term look; Morgan Stanley Counterpoint Global Insights
- Maurin V., D. Robinson, P. Strömberg (2020); A theory of liquidity in *private equity*; Swedish House of Finance Research Paper 20-8
- Mbaye S., M. Moreno Badia, K. Chae (2018); Bailing out the people: When private debt becomes public; IMF Working Paper 18141
- McKinsey & Co. (2018); [Global Private Markets Review: The rise and rise of private markets](#)
- McKinsey & Co. (2019); [Global Private Markets Review: Private markets come of age](#)
- McKinsey & Co. (2020); [Global Private Markets Review: A new decade for private markets](#)
- McKinsey & Co. (2021); [Global Private Markets Review: A year of disruption in the private markets](#)
- McKinsey & Co. (2022a); [Global Private Markets Review: Private markets rally to new heights](#)
- McKinsey & Co. (2022b); [Why private-equity sees life and annuities as an enticing form of permanent capital](#)
- Meles A., D. Salerno, G. Sampagnaro (2020); Should firms stay 'private' or should firms go 'public'? The Impact of IPO on firm risk
- Metrick A. A. Yasuda (2010); The economics of *private equity* funds; *Review of Financial Studies* 23-6, 2303-2341
- Mittal V. (2022); Desperate capital breeds productivity loss: Evidence from public pension investments in private equity
- Moinade S. (2013); Le mur des maturités n'aura pas lieu; *Revue Banque*
- Monk A., S. Porter, R. Sharma (2021); An economic case for transparency in *private equity*: Data science, interest alignment and organic finance
- Moody's (2022a); [Private credit opportunity for lenders comes with opaque, systemic risks](#) - Sector in Depth - Financial Stability, U. S.; 04/05/22
- Moody's (2022b); Private credit's expansion fuels asset managers' AUM growth - Sector in Depth- Financial Stability, U. S.; 06/06/22
- Moody's (2023); Private equity will find LBO exits challenging; business, credit risks in focus - Sector In-Depth-Speculative-grade – Nonfinancial corporates - EMEA; 27/03/23
- Morgan Stanley Oliver Wyman (2019); [Asset managers & Wholesale banks: Searching for growth in an age of disruption](#)
- Morgan Stanley Oliver Wyman (2020); [Wealth and Asset Management Report: After the storm](#)
- Morgan Stanley Oliver Wyman (2021); [Wealth and Asset Management Report: Competing for growth](#)
- Morgan Stanley Oliver Wyman (2022); [Wealth and Asset Management Report: Time to evolve](#)
- Morris P., L. Phalippou (2019); 30 years after Jensen's prediction-Is PE a superior form of ownership; *Oxford Review of Economic Policy* 36-2, 291-313
- Munday S., W. Hu, T. True, J. Zhang (2018); Performance of private credit funds: A first look; *The Journal of Alternative Investments* 21-2, 31-51
- Nadauld T., B. Sensoy, K. Vorkink, M. Weisbach (2019); Liquidity cost of *private equity* investments: Evidence from secondary market transactions; *Journal of Financial Economics* 132, 158-181
- National Association of Insurance Commissioners (2022); Capital markets - Special reports – Private equity-owned US insurers at year-end 2021; 19/09/22
- Nanda R., M. Rhodes-Kropf (2018); Coordination frictions in venture capital syndicates; Harvard Business School Entrepreneurial Management Working Paper 17-089

- Nanda R., S. Samila, O. Sorenson (2018); The persistent effect of initial success: Evidence from venture capital; Journal of Financial Economics 137-1, 231-248
- Palard J-E. (2018); Do *private equity* funds really improve the growth of their targets? The case of MBOs over French SMEs; Phalippou L. (2012); Performance of buyout funds revisited; Review of Finance
- Phalippou L. (2019); Private equity laid bare;
- Phalippou L. (2020); An inconvenient fact: *private equity* returns and the billionaire factory; Journal of Investing 30, 11-39
- Phalippou L., C. Rauch, M. Ueber (2016); Private equity portfolio company fees; Saïd Business School Working Paper 2015-22
- Phalippou L., O. Gottschalg (2005); The performance of *private equity* funds; Review of Financial Studies (2009)
- Pignataro (2014); Leveraged buyouts, a practical guide to investments; Wiley
- Pitchbook(2020); [Creative capital: How cash-strapped funds bridge the liquidity gap](#); 03/06/20
- Podwill E. (2019); A deep dive into subscription lines; Canterbury Consulting Blog
- Popp D., M. van den Heuvel (2022); The role of VC and Governments in Clean Energy-Lessons from the First Cleantech Bubble; NBER Working Paper 29919
- Preqin (2022); [Fund formation and fundraising services factsheet](#); Sep.
- Private Capital Investors (2019); [Bridge financing in private equity: An overview of the main benefits and risks](#)
- Puri M., R. Zarutskie (2012); On the life cycle dynamics of VC- and non-VC-financed firms; Journal of Finance 62-6, 2247-2293
- PwC (2022); [Private equity trend report](#)
- Rajgopal S., A. Srivastava, R. Zhao. (2023), Do digital technology firms earn excess profits, Alternative perspectives, The Accounting Review -advance online publication
- Riddiough T. (2020); Pension funds and *private equity* real estate: History, performance, pathologies, risks;
- Robinson D., B. Sensoy (2011); Cyclical, performance measurement, and cash flow liquidity in *private equity*; NBER Working Paper 17428
- Rosenbaum J., J. Pearl (2013); Investment banking; Wiley
- Rosov S. (2018); [Capital Formation: The evolving role of public and private markets](#); CFA Position Paper
- Scherler A., T. Tykrová (2011); Venture capital and internationalization; International Business Review 20, 423-439
- Schlingemann F., R. Stulz (2020); Has the stock market become less representative of the economy?; NBER Working Paper 27942
- Sensoy, B., Y. Wang, M. Weisbach (2014); Limited partner performance and the maturing of the *private equity* industry; NBER Working Paper 18793
- Sever C. (2023); Firm leverage and boom-bust cycles; IMF Working Paper 23-126
- Silveira M. (2019); [Line dance: The rise of subscription credit lines in private funds](#); MJ Hudson
- Sorensen M. N., Wang, J. Wang (2014); Valuing Private Equity; The Review of Financial Studies 27-7, 1977-2021
- Stafford E. (2020); Replicating *private equity* with value investing, homemade leverage, and hold-to-maturity accounting
- S&P Market Intelligence (2023); Private equity's commitment to insurance space to prove resilient despite deal downturn; 17/01/23
- Toyou D. (2019); Protection of *private equity* investors under the Dodd- Frank Act; Journal of Law and Commerce 37-2
- UBS (2022); Private equity secondaries; White Paper
- U.K. FSA (2006); Private equity: A discussion of risk and regulatory engagement; Discussion Paper 06-6, Nov.
- U.K. House of Commons Treasury Committee (2007); Private equity; Tenth report of Session 2006-07; Vol. I
- U.S. HR FSC (2019a); U.S. House of Representatives; Committee on Financial Services; Staff Memorandum for the 11/09/19 Subcommittee on investor protection, entrepreneurship, and capital markets hearing on "Examining Private Market Exemptions as a Barrier to IPOs and Retail Investment"
- U.S. HR FSC (2019b); U.S. House of Representatives; Committee on Financial Services; Staff Memorandum for the 19/11/19 Subcommittee on investor protection, entrepreneurship, and capital markets hearing on "America for Sale? An Examination of the Practices of Private Funds"
- U.S. SEC (2022a); [Observations from examinations of private fund advisers](#); 27/01/22
- U.S. SEC (2022b); Proposal to enhance private fund investor protection; Private fund advisers; documentation of registered investment adviser compliance reviews; 09/02/22
- U.S. SEC (2022c); Proposed amendments to form PF; 26/01/22
- U.S. SEC (2023); [SEC enhances the regulation of private fund advisers](#); 23/08/23
- U.S. SEC AMAC (2020); Asset Management Advisory Committee; Private investment sub-committee update; Staff Memo; 16/09/20
- van den Heuvel M., D. Popp (2022); The role of VC and governments in clean energy: Lessons from the first cleantech bubble; NBER Working Paper 29919
- Vasari F. (2019); What have cheap bank loans done to *private equity* funds; London Business School
- Wruck K. (2008); Private equity, corporate governance, and the reinvention of the market for corporate control; Journal of Applied Corporate Finance 20-3, 8-21
- Zukova V. (2022); [Les SPAC sont mortes, vivent les SPAC !](#); SGSS Insights ; 18/09/22

ANNEXE 1 - FONDS DE *PRIVATE EQUITY* DE DROIT FRANÇAIS

Les fonds de *private equity* de droit français peuvent revêtir les formes suivantes :

- FCPR (Fonds Commun de Placement à Risque) : un FIA fermé (sauf exception) de durée de vie habituelle de 5 à 10 ans qui investit au moins 50 % de son actif en titres d'entreprises non cotées, le cas échéant émis par des PME-ETI. Commercialisé auprès de tout type de souscripteur, particuliers compris, il peut bénéficier d'avantages fiscaux spécifiques.
- FPCI (Fonds Professionnel de Capital investissement) : réservé aux investisseurs professionnels ou assimilés en mesure d'investir au moins 100 000 €. Contrairement au FCPR, il ne fait pas l'objet d'un agrément de l'AMF et requiert seulement de lui être notifié. Les souscripteurs peuvent également, sous conditions, bénéficier d'avantages fiscaux spécifiques. Notons que les FPS (Fonds Professionnels Spécialisés), catégorie de fonds plus générique que les FPCI (voir régime des FPS), permettent dans certains cas spécifiques de mettre en œuvre des stratégies assimilables à du *private equity* (fonds fermé de long terme investissant de façon prédominante en titres de capital non cotés).
- SLP (Sociétés de Libre Partenariat) : créés en 2015 pour proposer en droit français une forme juridique proche de celle des fonds de *private equity* de droit anglo-saxon (cf. Encadré 1), les SLP sont, comme les FPCI, distribuées aux investisseurs professionnels et assimilés.
- Deux catégories de fonds spécifiques orientent les financements vers des secteurs spécifiques et bénéficient en contrepartie d'un régime fiscal plus favorable (voir NB 2 ci-après).
 - FCPI (Fonds Commun de Placement dans l'Innovation) est constitué d'au moins 70 % de participations sous forme de titres financiers, parts de SARL et avances en compte courant émis par des PME de moins de 10 ans réalisant des dépenses de R&D ou justifiant de la création de produits ou services innovants reconnus. Quoique le FCPI n'aie pas nécessairement vocation à investir dans le non coté, c'est en pratique généralement le cas.
 - FIP (Fonds d'Investissement de Proximité) : investit, à hauteur de 70 % minimum, dans des PME régionales non cotées créées depuis moins de 8 ans et exerçant principalement leur activité (hors gestion mobilière ou immobilière) dans une zone de l'Espace économique européen (EEE) choisie par le fonds. Il bénéficie également d'avantages fiscaux (à la souscription, jusqu'à 25 % de réduction d'impôt sur le revenu) et sur les plus-values.

NB 1 : Par exception, les FCPR et FPCI peuvent être ouverts, et qualifiés alors d'"evergreen". Notons aussi que la souscription via l'assurance-vie permet le cas échéant en cas d'offrir une liquidité secondaire

NB 2 : Les fonds de *private equity*, en particulier ceux susceptibles d'être commercialisés au grand public, peuvent bénéficier d'avantages fiscaux, au-delà du régime classique (Prélèvement Forfaitaire Unique) applicable aux valeurs mobilières (30 % sur les plus-values comprenant 12,8 % d'impôt sur le revenu et 17,2 % de prélèvements sociaux). Les plus-values peuvent, sous conditions (e.g. détention au moins 5 ans des parts et réinvestissement des dividendes), être exonérées d'impôt. Le "FCPR fiscal" (en vertu de l'article 163 quinquies B du Code Général des Impôts) exige au moins 50 % d'investissement en titres de sociétés non cotées de l'EEE comprenant, dans la limite de 20 % de l'actif total du fonds : i) des actions de sociétés dont la capitalisation boursière est inférieure à 150 millions d'euros, et ii) des titres de créances de sociétés non cotées ; et pour le reste, d'autres titres de capital de sociétés non cotées. Les FPCI investissant au moins 50 % en titres de sociétés non cotées de l'EEE bénéficient aussi sous les mêmes conditions, et sous celle de ne pas détenir plus de 25 % des titres des sociétés dans lesquelles le fonds investit, d'exonération d'impôt sur les plus values. D'autres régimes fiscaux sont susceptibles de s'appliquer, comme par exemple, pour les FPCI, celui applicable aux entrepreneurs en situation d'apport-cession (article 150-0 B ter du code général des impôts).

En contrepartie du risque liés aux contraintes d'investissement spécifiques applicables aux FCPI et FIP, leur régime fiscal ouvre, contrairement aux FCPR et FPCI, droit à leurs souscripteurs à réduction d'impôt sur le revenu.

Sur les fonds distribués auprès du grand public, voir : [Guide AMF de 2019 sur les FCPR, FCPI et FIP](#).

ANNEXE 2 - EXEMPLES DE CONFLITS D'INTÉRÊT POTENTIELS DU PRIVATE EQUITY

Ce qui suit vise, en appui de la section 3.3.1 sur les conflits d'intérêt, à illustrer, sur la base d'IOSCO (2007, 2009), les cas de figure auxquels sont susceptibles de faire face les sociétés de gestion de *private equity*. Comme indiqué dans ladite section, ces exemples illustratifs n'ont pas vocation à rendre compte de la matérialité des risques mentionnés et de la mise en œuvre des règles déontologiques, en particulier au niveau national. En France, par exemple, les règles de gestion des conflits d'intérêt doivent, conformément au règlement déontologique [applicable](#), être inscrites dans le règlement des fonds et communiquées aux investisseurs avant investissement, et toute modification de ces règles doit être communiquée aux investisseurs.

- **La commercialisation** : par exemple, pendant la levée de fonds la firme de *private equity* peut solliciter des agents de placement pour commercialiser son/ses fonds et présenter le mérite d'investir dans certains fonds plutôt que dans d'autres. Ces conflits d'intérêt justifient une divulgation appropriée aux investisseurs prospectifs des conditions (coûts, affiliations, incitations) et informationnelles (transparence sur les fonds promus), e.g. dans le LPA³³⁹.
- **Stratégies et fonds concurrents** :
 - **Stratégies concurrentes.** Une part importante des sponsors déploie, à des degrés divers, des stratégies concurrentes entre elles, en particulier des fonds actions et de dette susceptibles d'investir dans la même entreprise, à différents niveaux de son bilan. Pour un fonds investissant en fonds propres d'une entreprise aux côtés de fonds finançant sa dette, lorsque la performance de l'entreprise cesse d'être positive, l'alignement d'intérêt des porteurs peut être compromis -les intérêts des différents types d'investisseurs diverger. La mitigation de ces risques (e.g. par des clarifications et délimitations appropriées des mandats et stratégies d'investissement, et par des murailles de Chine au sein de la société de gestion) est difficile ex-ante, mais des règles d'allocation des flux d'investissement basées sur des critères objectifs (e.g. taille des fonds, montant restant à investir, ticket minimum d'investissement) contribuent à les limiter. Une transparence *ad hoc* reste cependant nécessaire lorsque les conflits surviennent (information préalable sur la gestion proposée de l'opération par l'entreprise, par l'intermédiaire des comités consultatifs d'investisseurs des fonds concernés).
 - **Nouveaux vs. anciens fonds.** Les sponsors ont en principe peu d'incitations à lever/investir de nouveaux fonds de stratégie identique ou voisine tant que le fonds précédent n'a pas investi un montant significatif (e.g. de 75 % à 90 %) du capital levé, ce qui protège les intérêts des investisseurs du fonds précédent et permet à ce dernier de saisir les opportunités d'investissement. Cependant, lors de la levée de nouveaux fonds, la société de capital-investissement peut avoir le pouvoir discrétionnaire de répartir les opportunités d'investissement entre deux fonds. En principe, la priorité est attribuée au fonds précédent. Cependant, la promotion/négociation des nouvelles levées de fonds peut inciter à se départir de cette règle et créer des conflits d'intérêt. Des règles de gestion ex ante, peuvent stipuler une répartition des opportunités d'investissement entre fonds concernés, e.g. selon leur stratégie précise (exposition des fonds par pays, secteur, devise, etc.), ou sur la base d'une clé de répartition. Les problèmes associés à une détention commune sont évités en fixant des règles d'attribution exclusives (à un fonds ou l'autre). La priorité d'attribution d'opportunités d'investissement à des fonds précédents devrait être divulguée aux investisseurs prospectifs. Une transparence via les comités consultatifs d'investisseurs des fonds est indiquée. En pratique, l'industrie française observe que le règlement des fonds prévoit l'interdiction pour le gestionnaire de lever un nouveau fonds tant que la période d'investissement du précédent n'est pas close, et que d'autres règles peuvent être mises en place, e.g. de priorité au fonds dont la

³³⁹ Limited Partnership Agreement. Selon IOSCO 2009, "*Fees associated with the engagement of a placement agent are often borne by the private equity firm (either directly, or paid by the fund with a corresponding offset against the management fee). In some cases, the fund splits such fees with investors and/or bears 100 % of the burden over a specified threshold. We further note the need for potential investors to receive up front disclosure of the basis under which placement agents are being remunerated by fund managers*".

période d'investissement se termine en premier, au fonds qui réinvestit dans la cible par rapport à celui pour lequel c'est un investissement initial, etc.

- **Fonds secondaires ou de sauvetage.** Leur gestion par un même sponsor soulève aussi des conflits d'intérêt, e.g. en fin de phase d'investissement ou de vie du fonds antérieur. Ces conflits affectent notamment le prix des transactions secondaires et la garantie du nouveau fonds de ne pas soutenir le fonds précédent aux dépens d'opportunités d'investissement préférables. Une évaluation par un tiers indépendant est en général indiquée en ce cas.

➤ Le co-investissement :

- **du GP et/ou de la filiale de gestion³⁴⁰** : aligne en principe leurs intérêts sur ceux des LP. Toutefois, des conditions distinctes peuvent, dans certaines juridictions, leur être offertes (e.g. *sweet equity*³⁴¹, conditions de prêt) de celles applicables aux LP, et des marges discrétionnaires sont exploitables, e.g. s'ils peuvent investir au cas par cas (*cherry picking*). Le conflit se matérialise surtout lors de l'allocation des montants d'investissement. L'octroi de conditions préférentielles de co-investissement par les sociétés de capital-investissement n'a en principe plus cours dans les pays développés, où le co-investissement des gérants se fait au travers du fonds lui-même, et des conditions hétérogènes en matière de distribution voire de frais sont censées être annoncées dès l'origine (à l'inclusion des contraintes afférentes au paiement du *carried interest*).
- **Des LP** : Proposé par la firme de *private equity*, il permet d'accroître les participations au-delà des limites du fonds (e.g. en termes de montants ou de diversification). Ces accords permettent au fonds de conserver le contrôle de l'investissement -d'éviter de devoir conclure des accords avec d'autres sociétés de capital-investissement (*club deal*)- et aux LP d'augmenter leur investissement à des conditions tarifaires le cas échéant distinctes de celles du fonds. En principe, tous les LP ont accès aux offres de co-investissement. En pratique, les GP sondent l'appétit des LP dès le lancement du fonds, et seuls les LP pouvant s'engager rapidement bénéficient d'offres lorsqu'elles se présentent, ce qui rend possible un accès préférentiel de certains investisseurs au détriment d'autres également désireux et capables, et caractériserait un traitement inéquitable. Ce conflit est lié aussi aux frais de gestion perçus par les GP, qu'il en perçoive au titre du co-investissement ou pas³⁴². Un co-investissement la base sur laquelle ils a été octroyé doit être divulgué *ex post* à tous les investisseurs du fonds, conformément aux exigences réglementaires.

➤ Rémunérations supplémentaires du gestionnaire :

- La perception de commissions des sociétés cibles (e.g. de jetons de présence, ou au titre de la participation au conseil de surveillance, de frais de conseil) crée un conflit du gestionnaire avec ses obligations fiduciaires vis-à-vis des LP. Le gestionnaire de fonds est donc en principe tenu de divulguer aux LP la nature des commissions qu'il peut recevoir et obtenir leur consentement pour les percevoir. Les frais perçus dans ce cadre peuvent contractuellement être déduits des frais de gestion du fonds et vérifiés par un tiers, et en tout cas faire l'objet d'une information détaillée des LP sur une base continue. En France, les règles applicables exigent que les investisseurs soient informés *ex ante* du paiement de ces frais au gestionnaire ou à une entreprise liée, et qu'ils soient déduits des frais de gestion. Ils n'affectent donc pas les LP.
- Des revenus peuvent être tirés via des parties affiliées, fournissant des services payants au fonds et/ou aux sociétés cibles, le cas échéant dans des conditions non compétitives. Les LP peuvent contractuellement demander à être informés de la nature de tout service à fournir au fonds et à ses sociétés cibles attribués à des parties affiliées, et de la vérification par un tiers dans le cadre

³⁴⁰ Typiquement une participation au prorata de 2 à 5 % de tous les investissements du fonds, *pari passu* avec les LP.

³⁴¹ E.g. possibilité d'investir seulement en actions là où les autres investisseurs doivent investir en actions et avant tout en obligations. Grâce à sa fraction plus élevée du capital que les autres actionnaires, Le bénéficiaire renforce son contrôle et son exposition. Le *sweet equity* est souvent une composante des Management Packages des entreprises sous LBO.

³⁴² La perception de frais de gestion accroît "artificiellement" la base d'encours sous gestion sur laquelle elle est assise. À l'inverse, son absence peut constituer les LP co-investisseurs en passagers clandestins (*free riders*) des autres LP du fonds.

du reporting continu du fonds. Des processus d'appel d'offres informant les investisseurs de fonds peuvent aussi être efficaces.

- **Les frais de transaction** ont un impact financier négatif sur la société émettrice, donc, indirectement sur la performance du fonds. Les conditions (nature, base) de facturation à l'entreprise sont en général convenues à l'avance avec les investisseurs lors de la création du fonds, mais le montant de ces frais n'est pas précisément connu à l'avance, et peut donc donner lieu à des comportements stratégiques. Une transparence *ex-post* (sur les frais effectivement facturés) dans les rapports de performance du fonds est de nature à réduire ce risque. En France, le règlement de déontologie des sociétés de gestion de portefeuille de capital investissement de l'AFG et France Invest stipule que ces frais viennent en déduction des frais de gestion initialement annoncés, et que les sommes concernées et l'application des règles des documents constitutifs du fonds en la matière, sont intégrées au reporting périodique du fonds. Ces frais ne reviennent pas au gestionnaire mais aux prestataires (auditeurs, avocats, banquiers) contribuant à la réalisation de l'investissement.
- **Administration de sociétés cibles** : La société de gestion exige souvent (au nom du fonds) de siéger au conseil d'administration de la société cible (pour suivre ses performances, influencer sa gestion). Les intérêts des LP et sociétés cibles sont en principe alignés. Cela cesse d'être le cas, par exemple, si la société cible, en difficulté financière, cherche de nouveaux financements. Le droit des sociétés stipule alors en général la responsabilité première de l'administrateur pour sa société. La société de gestion peut alors dégager son représentant de ses obligations vis-à-vis du fonds et désigner une autre personne pour gérer la participation du fonds. Ce rôle dual de l'administrateur exige en outre une gestion spécifique et appropriée de l'information de chaque partie et de sa confidentialité. En cas d'IPO de la société cible, si le fonds conserve une participation importante, il continue de siéger au conseil d'administration. L'information que son représentant (initié) est autorisé à divulguer est limitée, affectant la capacité du fonds à céder le reste de ses participations dans la société cotée. Une cession des participations avant l'IPO désengage le fonds, mais elle réduit ses incitations au succès de l'IPO.
- **Allocation des ressources de la société de gestion** : La société de gestion peut favoriser la gestion d'un fonds performant au détriment d'autres, e.g. si un fonds perd ses chances de générer des commissions de surperformance. La documentation initiale du fonds (e.g. memorandum de placement privé) informe les investisseurs des ressources de la société de gestion. Des clauses de protection peuvent être prévues – des clauses "de divorce sans faute", où les LP peuvent mettre fin au mandat de gestion sans justification ; des clauses "de la personne clé", où exigeant que certaines personnes restent spécifiquement affectées à la gestion d'un ou plusieurs fonds donnés.
- **Défaut de LP** : Le défaut d'un LP, ou son incapacité à faire face aux appels de capitaux du fonds est en général couvert par des clauses précisant les recours possibles pour le fonds – e.g. confiscation d'une part (de 25 à 75 %) de l'investissement du LP défaillant dans le fonds. Cependant, le gestionnaire de fonds a une marge de discrétion dans la façon dont il équilibre l'intérêt des différents investisseurs (défaillants et non-défaillants). Des clauses contractuelles peuvent préciser les procédures en cas de défaut, e.g. exiger d'appliquer certains recours si le défaut n'est pas corrigé dans un délai donné et d'informer rapidement le comité consultatif des investisseurs des défaillances d'investisseurs et des recours mis en œuvre.
- **Sauvetage** : En période de crise, le besoin de (re)financement des sociétés cibles peut inciter les fonds à recapitaliser les sociétés cibles³⁴³. À défaut de ressources, à chercher des financements additionnels auprès d'investisseurs existants ou tiers, auxquels ils tendent alors à offrir des conditions privilégiées. L'investissement des LP ne participant pas à ces levées de fonds peut alors se diluer fortement et créer des conflits importants entre les investisseurs bénéficiant de l'offre et les autres. Une protection est trouvée par les investisseurs négociant spécifiquement des approbations à la majorité qualifiée de ces financements et exigeant qu'ils soient d'abord proposés au prorata des investisseurs du fonds existant.

³⁴³ De nature à modifier le profil rendement-risque du fonds, la recapitalisation est un choix stratégique fait au détriment du financement de nouvelles transactions plus propres à viser des objectifs de croissance (Morgan Stanley-Portfolio Solutions Group (2021)).

- **Prolongation de la durée de vie du fonds**³⁴⁴. En général, les fonds ont une durée de vie de 10 ans, jusqu'à trois prolongations d'un an pouvant être approuvées par les investisseurs. Les prolongations donnent au gestionnaire un délai supplémentaire pour solder les actifs du fonds sans devoir les céder à prix réduit ou les distribuer en nature (ce qui est en général jugé indésirable). Si elle est motivée par la volonté du gestionnaire de percevoir des frais de gestion supplémentaires (il y renonce souvent³⁴⁵), une prolongation crée un conflit d'intérêts. Elle en crée aussi le cas échéant entre des LP dont les intérêts (les besoins de liquidité) divergent. Les investisseurs peuvent assujettir certaines ou toutes les prolongations à l'approbation du comité consultatif des investisseurs et prévoir les conditions de perception des frais de gestion. En tout état de cause, une prolongation devrait déclencher une renégociation des frais avec le comité consultatif des investisseurs du fonds.
- **Valorisation**. Du fait de l'illiquidité des actifs des fonds, leur gestionnaire dispose d'une marge de discrétion dans leur valorisation (cf. 3.2.2 et 4.1). Des conflits d'intérêts peuvent survenir lorsqu'il est incité à les surévaluer, par exemple, pour percevoir des frais de gestion³⁴⁶ ou afficher de meilleures performances à des investisseurs prospectifs³⁴⁷.

Les mesures d'atténuation les plus efficaces contre les risques associés aux frais liés à la valeur marchande consistent pour les investisseurs à convenir contractuellement à l'avance de la base sur laquelle le gestionnaire de fonds sera rémunéré et à s'assurer que le gestionnaire fournit une divulgation détaillée de tous ces frais sur une base continue, ce qui doit être vérifié par un tiers indépendant. Il peut également être souhaitable d'établir et de divulguer des politiques et des procédures d'évaluation. Il est à noter que le recours à des auditeurs de fonds externes est une pratique établie de l'industrie. De plus, les investisseurs négocient et approuvent souvent (soit directement, soit par l'intermédiaire du comité consultatif des investisseurs) la méthodologie d'évaluation du fonds.

- **Désinvestissement d'actifs détenus par plusieurs fonds**. La base sur laquelle le gestionnaire de fonds détermine le moment le plus approprié pour sortir d'un investissement de portefeuille peut créer un conflit d'intérêts, en particulier lorsque cet investissement est détenu conjointement par plusieurs fonds qu'il gère. Il est en général préférable pour le gestionnaire que de telles cessions soient effectuées par tous les fonds simultanément, à un moment déterminé par le fonds qui a effectué l'investissement initial ou qui a atteint la fin de sa vie en premier, mais cette possibilité est fortement limitée par le séquençement des lancements de fonds par leurs promoteurs, et le fait qu'ils se trouvent donc à différentes étapes de leur cycle de vie. Un conflit d'intérêts survient lorsqu'un fonds en fin de vie doit céder sa participation, alors qu'un fonds plus jeune viserait des rendements plus élevés sur une période plus longue. Les risques sont plus limités lorsque, par exemple, les critères de désinvestissement sont fixés statutairement, la cession proposée est justifiée aux comités consultatifs des investisseurs des fonds respectifs, y compris au regard de la capacité à prolonger la durée de vie du fonds, l'approbation des cessions non proportionnelles par le comité consultatif des investisseurs est exigée. Une valorisation indépendante de la transaction est particulièrement appropriée.
- Les **cessions sur le marché secondaire** qui ont de plus en plus lieu, dernièrement, entre fonds de *private equity* concurrents créent des conflits analogues. En général, le transfert à un tiers, par des investisseurs cherchant à les céder, de participations dans le fonds est soumis à la validation du gestionnaire, les statuts du fonds rappelant en général l'illiquidité de l'investissement et soumettant les ventes secondaires à la validation du gestionnaire. Un conflit d'intérêts pourrait survenir, par exemple, si le gestionnaire de fonds considérait l'acheteur (e.g. une firme de *private equity* concurrente) comme inadapté³⁴⁸.

³⁴⁴ Cf. 3.1.2 sur les travaux de l'AMF sur la fin de vie des fonds de *private equity* destinés au grand public.

³⁴⁵ Les frais sur toute la durée de vie du fonds (qu'elle soit ou non prorogée) sont souvent plafonnés ou il est prévu dès l'origine que le gérant ne percevra pas de frais de gestion sur les prorogations.

³⁴⁶ Les frais de gestion sont en général perçus pendant la période d'investissement sur la base de la valeur du capital engagé à la clôture du fonds. Après cela, les frais de gestion sont calculés sur la base du capital investi, au coût historique ou amorti en vertu des normes de valorisation applicables.

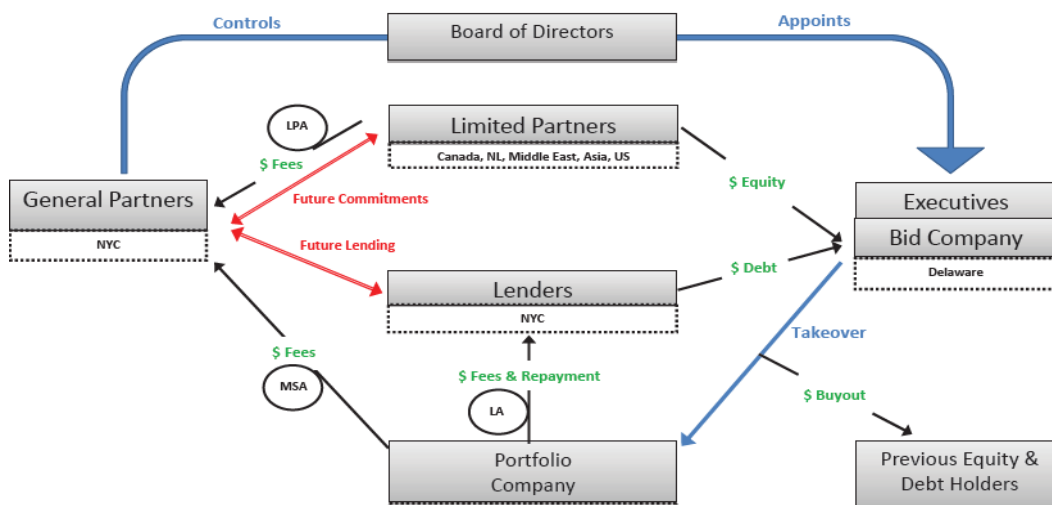
³⁴⁷ Cette pratique est documentée par des travaux académiques (cf. 4.1.1).

³⁴⁸ En pratique, le règlement du fonds prévoit en général que la SGP ne peut refuser son agrément que pour des considérations liées au blanchiment de fonds (AML), fiscales et plus généralement dans l'intérêt des porteurs de parts.

- **Conservation de participations minoritaires.** Un fonds de VC, par exemple, que ce soit lors de cycles haussiers où le fonds finance la croissance, ou lors de cycles baissiers la contraignant financièrement, peut céder la majorité de sa participation dans une société cible mais, vu son potentiel de croissance, garder une participation minoritaire pour un autre de ses fonds. Le gestionnaire étant des deux côtés de la transaction, les conflits d'intérêts concernent notamment le prix de la transaction. Le gestionnaire peut atténuer ce conflit en soumettant l'offre à l'approbation des deux comités consultatifs d'investisseurs concernés avant de procéder à la transaction. Il indique en principe aux investisseurs lors la création du fonds, sa stratégie de désinvestissement préférée en cas d'IPO.

Graphique 74 : La multiplicité des sources de frais accroît les possibilités de conflits d'intérêt

Simplified version of the private equity model. It abstracts from i) the offshore fund which intermediates between LPs and bid companies, ii) the separation between investment advisory firm and the general partner vehicle (which together form the transaction sponsor), and iii) intermediary offshore holding companies that fully own bid company. Contracts are shown in circles. Double arrows show repeated interactions between two parties. Places in the dotted lines show the typical geographical location of the headquarters. LPA, MSA and LA refer to Limited Partnership Agreement, Management Services Agreement, and Lending Agreement respectively.



Source : Phalippou L., C. Rauch, M. Ueber (2016).