
Les capitaux privés dévoilés : considérations critiques pour les investisseurs

Décembre 2023



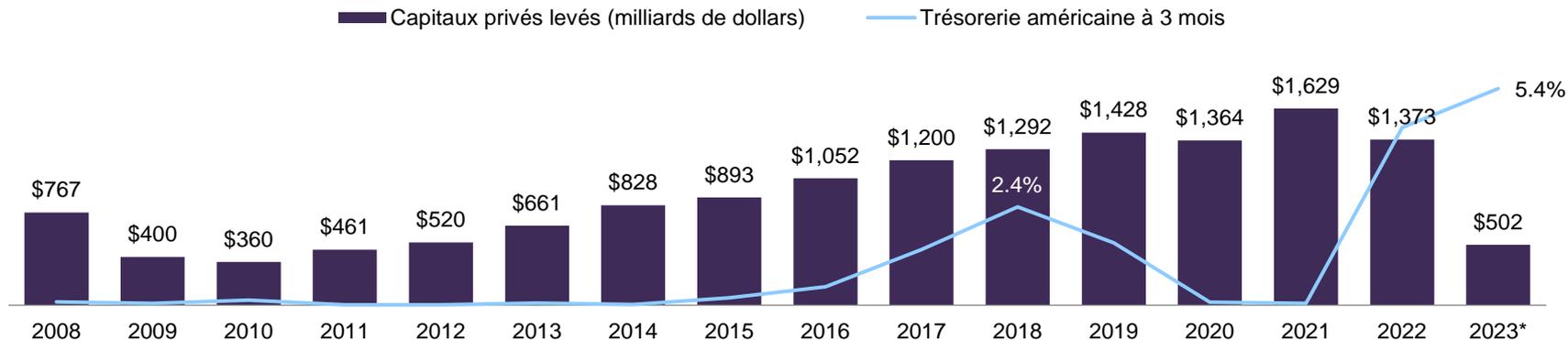
Sommaire exécutif

■ Les capitaux privés dévoilés : considérations critiques pour les investisseurs

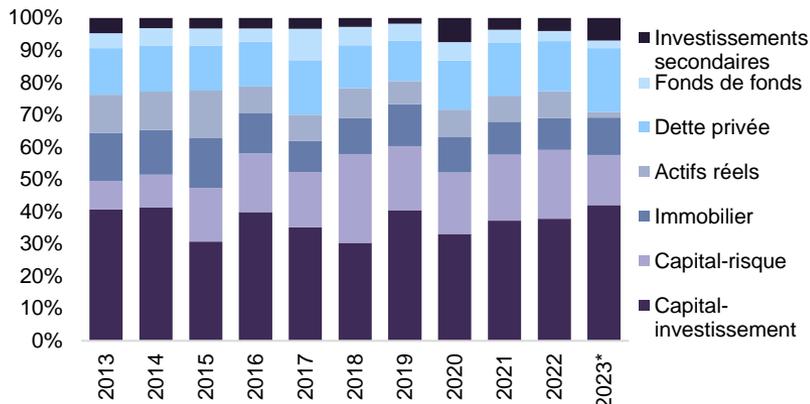
- La collecte annuelle de fonds privés a connu une croissance exponentielle depuis 2010, passant de 360 à 1 373 milliards de dollars US en 2022, soit une augmentation remarquable de 280 %.⁽¹⁾
- Aujourd'hui, cette tendance a changé: la collecte de fonds depuis le début de l'année est tombée à 502 milliards de dollars US en 2023, soit une baisse de 63 % par rapport à 2022.⁽¹⁾
- Le capital privé a gagné en popularité car les investisseurs ont recherché une classe d'actifs à haut rendement et faible volatilité. Cependant, l'une des hausses de taux les plus rapides de l'histoire ainsi que la chute des liquidités ont provoqué une vague de scepticisme dans l'ensemble du secteur du capital privé.
- Les investisseurs en capital privé sont de plus en plus préoccupés par l'écart croissant entre la valeur totale du capital versé (Total Value to Paid-In Capital - TVPI) et la distribution du capital versé (Distribution to Paid-In Capital - DPI) - ou, plus simplement, par la valeur des actifs sous-jacents sur papier par rapport à ce qui a été retourné en espèces aux investisseurs.
 - La famille de fonds de capital-investissement privé Leonard Green met en évidence la disparité entre les rendements déclarés et les rendements réels. Le fonds Green Equity VI, qui a levé 6,3 milliards de dollars en 2012, n'a toujours pas vendu 47 % de sa valeur d'investissement déclarée, 11 ans après sa création. Si ces actifs restants sont si précieux, pourquoi personne ne veut les acheter ? De plus, malgré une baisse de 20 % du marché boursier en 2022, le taux de rendement interne (TRI) de 14 % annoncé par le fonds est resté inchangé de 2021 à 2022, ce qui défie la logique économique.⁽²⁾
- En outre, depuis au moins 2006, les fonds de capital-investissement privé affichent des rendements à peu près équivalents à ceux des indices d'actions publiques.⁽³⁾ Compte tenu d'une structure de frais opaque, de l'absence de liquidité, d'un effet de levier amplifié et d'un système d'information souple, il ne semble pas raisonnable que les rendements de ces fonds soient comparables à ceux des fonds de capital investi en actions publiques.
- Nous aimerions souligner huit faits préoccupants et opportuns concernant les capitaux privés:
 1. Avec la hausse des taux d'intérêt, le volume des opérations du capital-investissement a diminué en moyenne de 57 % cette année et l'illiquidité s'est intensifiée.⁽⁴⁾
 2. Dans son dernier rapport sur la stabilité financière dans le monde, le Fonds Monétaire International (FMI) indique que les actifs négociés sur le marché privé pourraient ne pas s'être totalement adaptés à la hausse des taux d'intérêt. Le FMI fournit des données concernant les écarts de rendement entre les sociétés d'investissement immobilier cotées en bourse et les sociétés d'investissement immobilier privées.⁽⁵⁾
 3. Le capital-investissement privé (12,9x) est actuellement plus cher que les marchés publics (12,0x) sur la base de la VE / BAIIA.⁽⁶⁾
 4. L'effet de levier des rachats d'entreprises reste à un niveau historique de ~7x le BAIIA, avec des taux d'intérêt élevés.⁽⁶⁾
 5. Les banques traditionnelles ont considérablement réduit leurs activités de prêt pour les grandes opérations de rachat (en baisse de 50 % par rapport à 2021) et se sont presque entièrement retirées des petites opérations. Les prêteurs alternatifs, moins tolérants au risque, ont conquis des parts de marché substantielles au détriment des prêteurs traditionnels.⁽⁷⁾
 6. Le capital-investissement privé a bénéficié de flux de capitaux croissants tandis que ses rendements se sont fortement basés sur une expansion des multiples.⁽⁷⁾
 7. La taille moyenne des opérations de rachat étant de 964 millions de dollars US et la valeur moyenne du marché des offres publiques initiales de 993 millions de dollars US (à première clôture), le capital-investissement aura à trouver des liquidités sur les marchés publics à l'avenir.^(7,8)
 8. Les sociétés privées qui ont récemment gagné en liquidité ont connu des résultats désastreux, les offres publiques initiales en Amérique du Nord moyennes ayant chuté de 47 %. Cela démontre le décalage majeur entre les valorisations des marchés publics et privés.⁽⁹⁾
- Enfin, nous fournissons une liste de questions clés pour les investisseurs qui souhaitent augmenter leurs allocations aux capitaux privés. Les principaux sujets abordés sont les suivants : investir dans des millésimes nouveaux contre des millésimes existants, comprendre les écarts entre la valeur totale du capital versé et la distribution du capital versé, les sources et les moments de liquidité, les niveaux de valorisation actuels par rapport aux équivalents publics ainsi que beaucoup d'autres questions qui sont importantes à soulever.

L'essor et le récent déclin des placements alternatifs privés⁽¹⁾

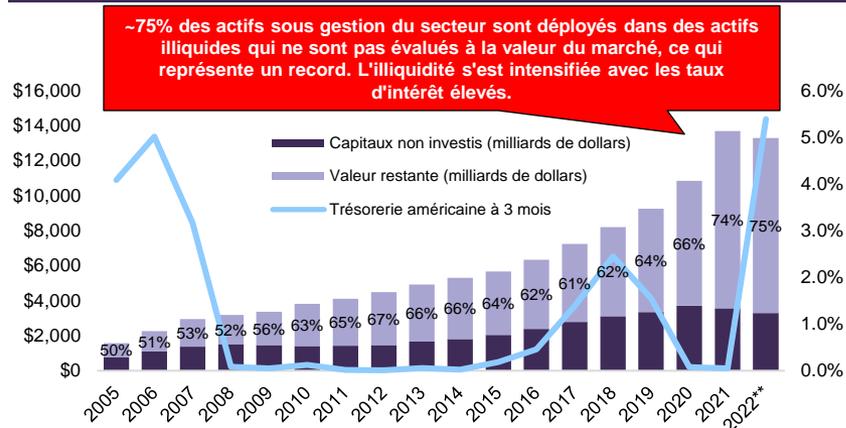
Les récentes hausses de taux ont entraîné une chute des levées de fonds de capitaux privés après des décennies de croissance rapide⁽¹⁾



Le capital-investissement continue de dominer la levée de fonds privés⁽¹⁾

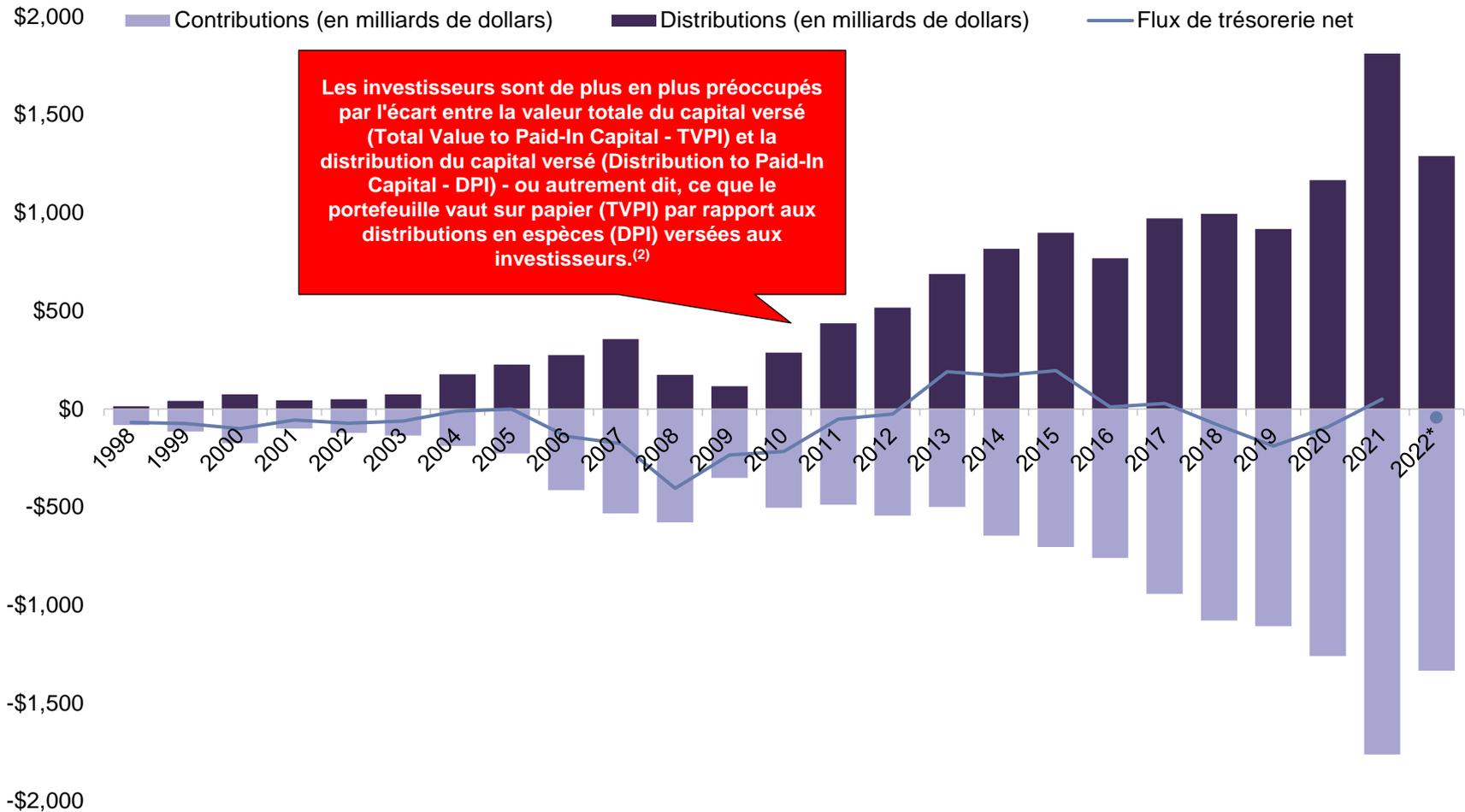


Les actifs sous gestion et les capitaux non investis (Dry Powder) du secteur ont diminué⁽¹⁾



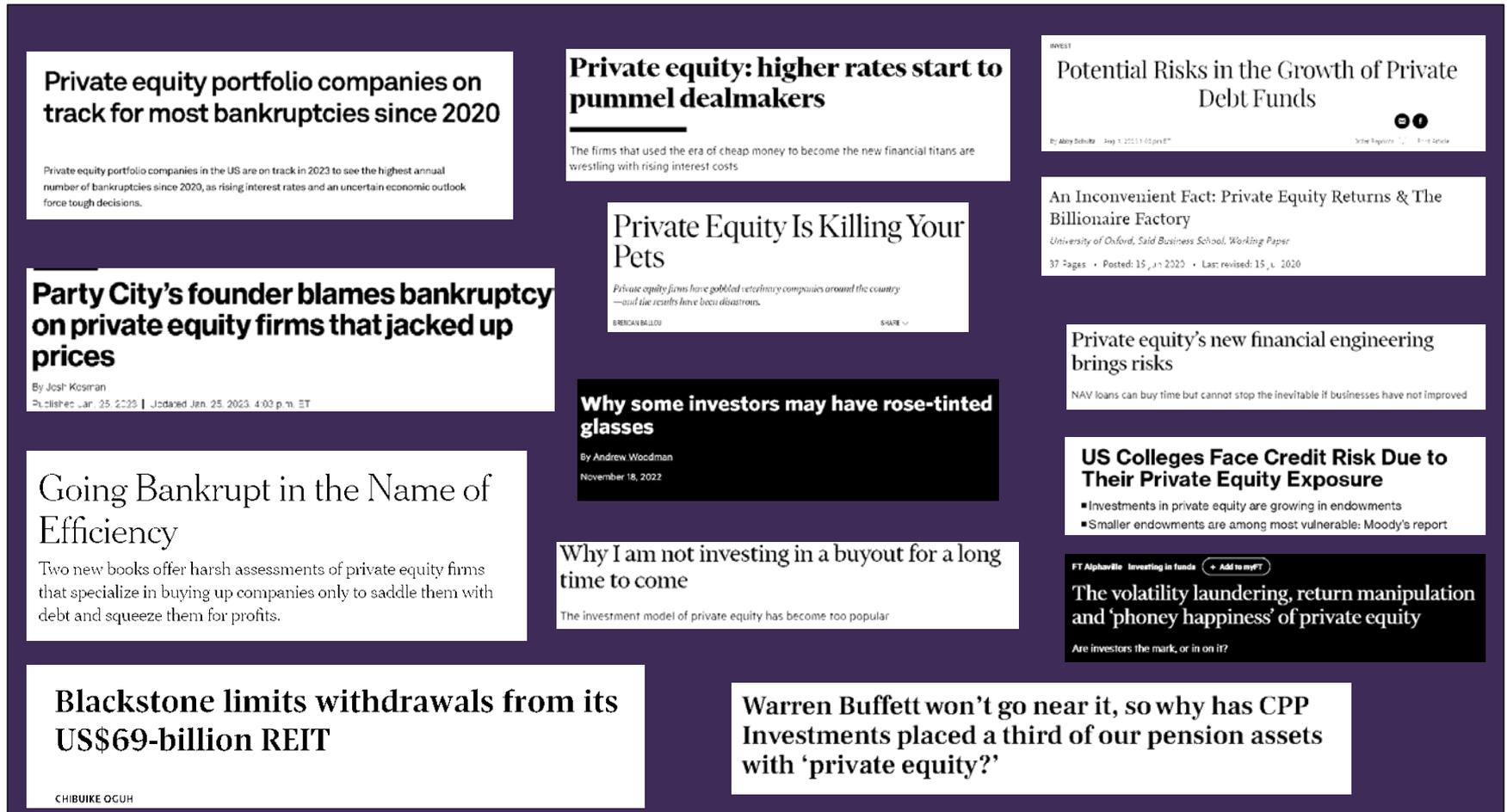
Après des décennies de croissance rapide, la levée de capitaux privés et les actifs sous gestion ont commencé à diminuer. Cette présentation permet d'en expliquer les raisons et de mettre en évidence les principales considérations des investisseurs.

L'industrie a reçu plus d'argent qu'elle n'en a distribué⁽¹⁾



Depuis 1998, les contributions cumulatives au capital privé s'élèvent à 14,64 billions de dollars américains tandis que les distributions sont de 13,18 billions de dollars américains, créant ainsi une sortie de trésorerie de 1,45 billion de dollars américains pour les investisseurs.⁽¹⁾

L'actualité et les appels à la liquidité ont suscité des inquiétudes⁽¹⁾



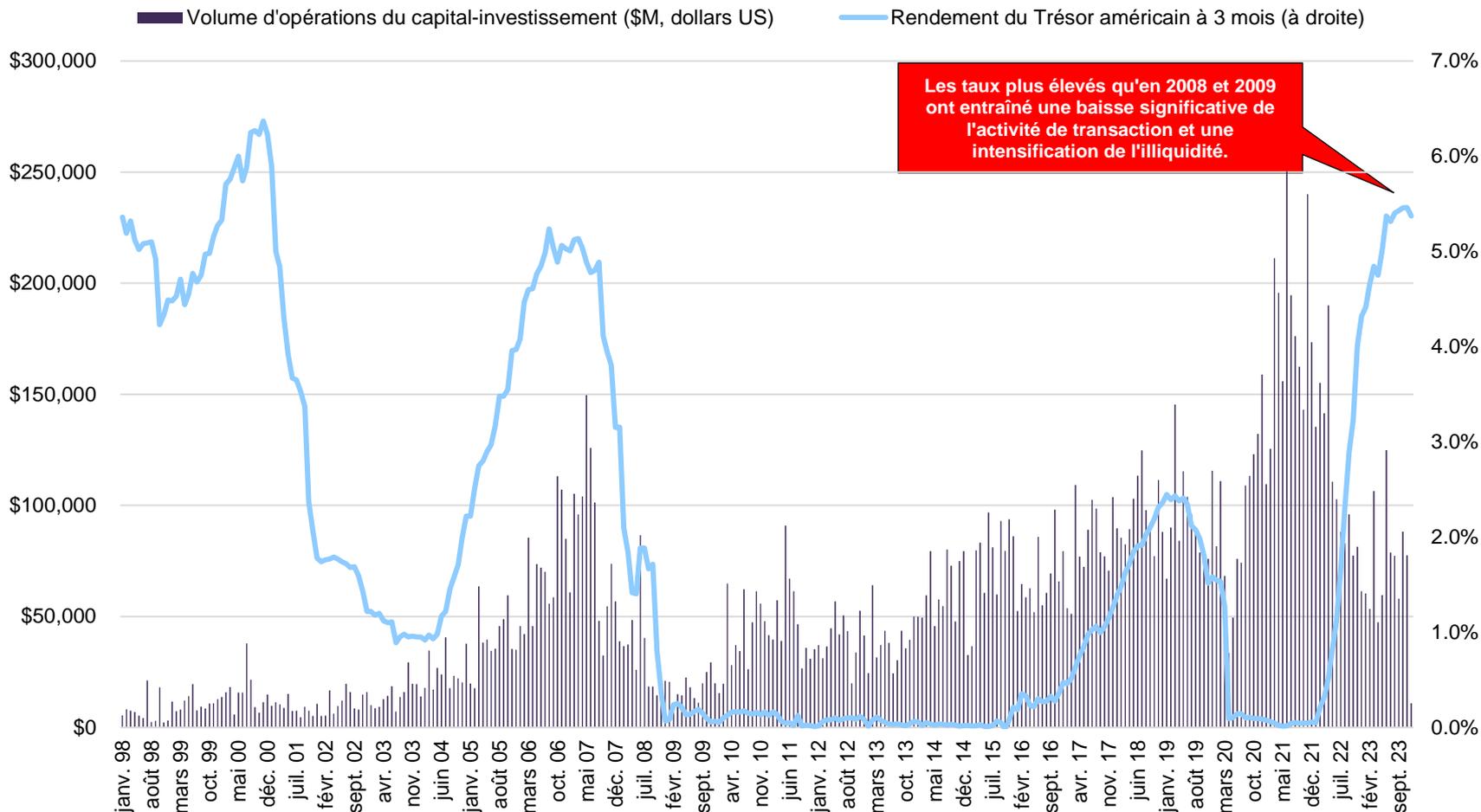
Les taux d'intérêt élevés, les faillites, les écarts croissants entre la valeur totale et la distribution du capital privé ainsi que le manque de liquidité ont suscité des inquiétudes. Les placements alternatifs font couler beaucoup d'encre, mais tenons-nous en aux faits.

L'investissement privé est-il préférable à l'investissement public?⁽¹⁾

Les faits	La réponse
Liquidité supérieure	Non
Frais moins élevés	Non
Marché davantage transparent	Non
Rendement supérieur ⁽²⁾	Non
Effet de levier plus faible	Non
Sociétés davantage matures	Non
Entreprises plus diversifiées	Non
Plus de capacité	Non
Meilleure communication financière	Non
Confiance dans les évaluations supérieure	Non
Plus de temps pour rechercher des opportunités	Non
Plus d'attention	Non
Surveillance fiduciaire plus facile	Non
Flexibilité dans les rapports de rendement ⁽³⁾	Oui

Des règles comptables flexibles peuvent lisser les rendements et réduire la volatilité, influençant le choix d'allouer davantage au capital privé, mais les investisseurs doivent évaluer les faits.

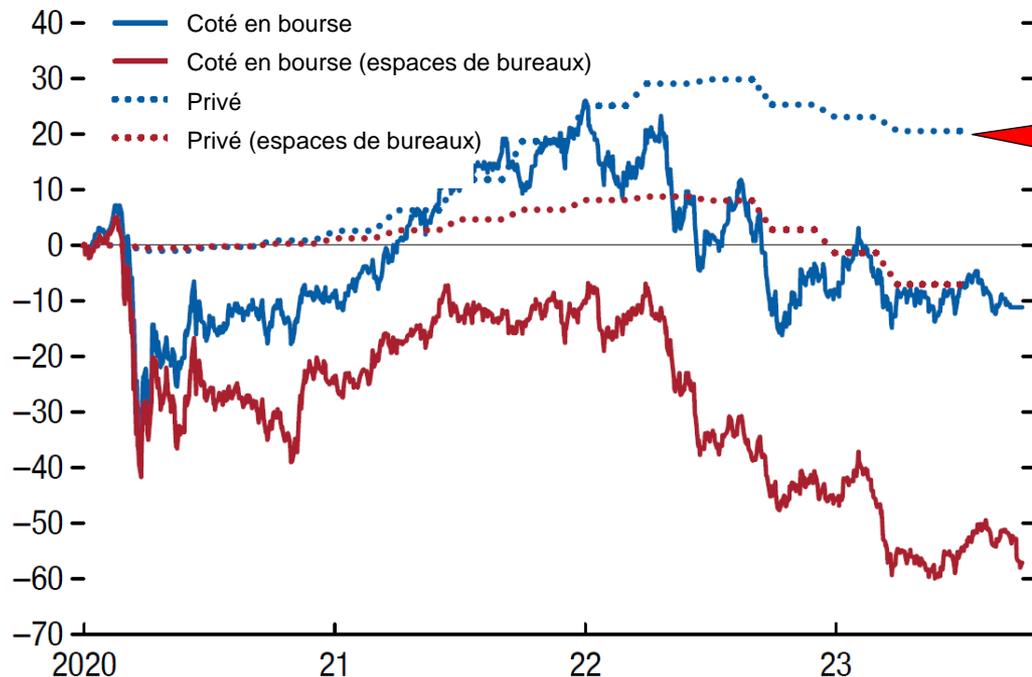
Fait 1: La liquidité et le volume des transactions ont chuté en raison de la hausse des taux (1)



Avec la hausse des taux d'intérêt, le volume des opérations de capital-investissement a diminué en moyenne de 57 % cette année. L'illiquidité s'est intensifiée dans l'ensemble du secteur du capital-investissement.

Fait 2: Les actifs privés ne se sont peut-être pas adaptés à la hausse des taux d'intérêt

Rendement de l'immobilier privé et public (pourcentage, rendement des prix depuis janvier 2020) ^(1,2)



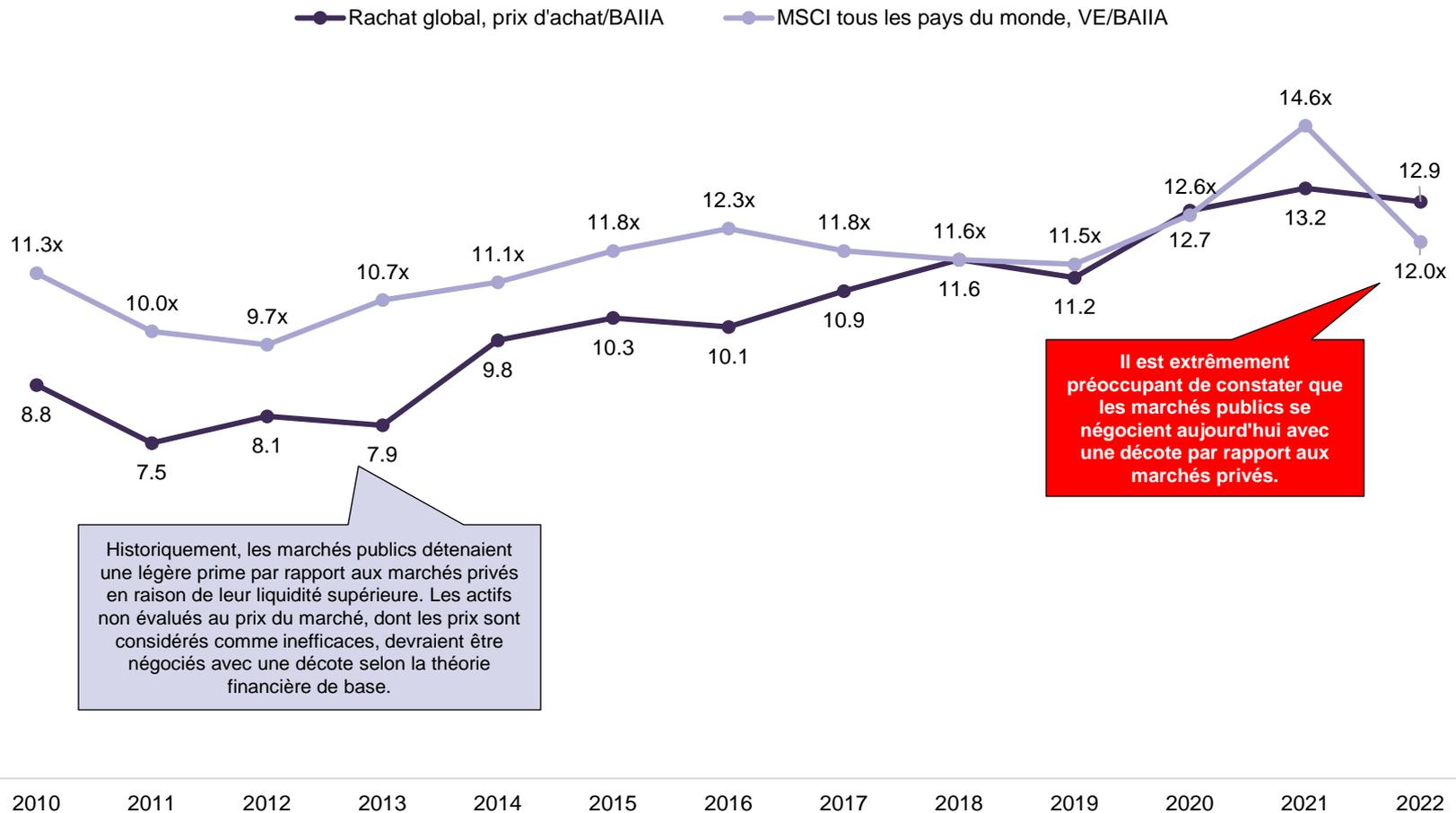
Il est inquiétant de constater que, compte tenu du cycle de hausse des taux, les investissements immobiliers privés ont augmenté en valeur, tandis que les investissements immobiliers publics ont diminué.

Dans le segment des espaces de bureaux, confronté aux défis posés par les hausses de taux et l'évolution des tendances de travail à distance, les investissements dans les espaces de bureaux cotés en bourse ont subi des ajustements plus importants que leurs homologues privés.

Le dernier rapport du Fonds monétaire international sur la stabilité financière mondiale met en garde contre le fait que les actifs négociés sur le marché privé pourraient ne pas s'être totalement adaptés à la hausse des taux d'intérêt.

Fait 3 : Le capital-investissement est plus cher que les marchés publics⁽¹⁾

Multiples médians d'entrée au rachat global contre les marchés publics



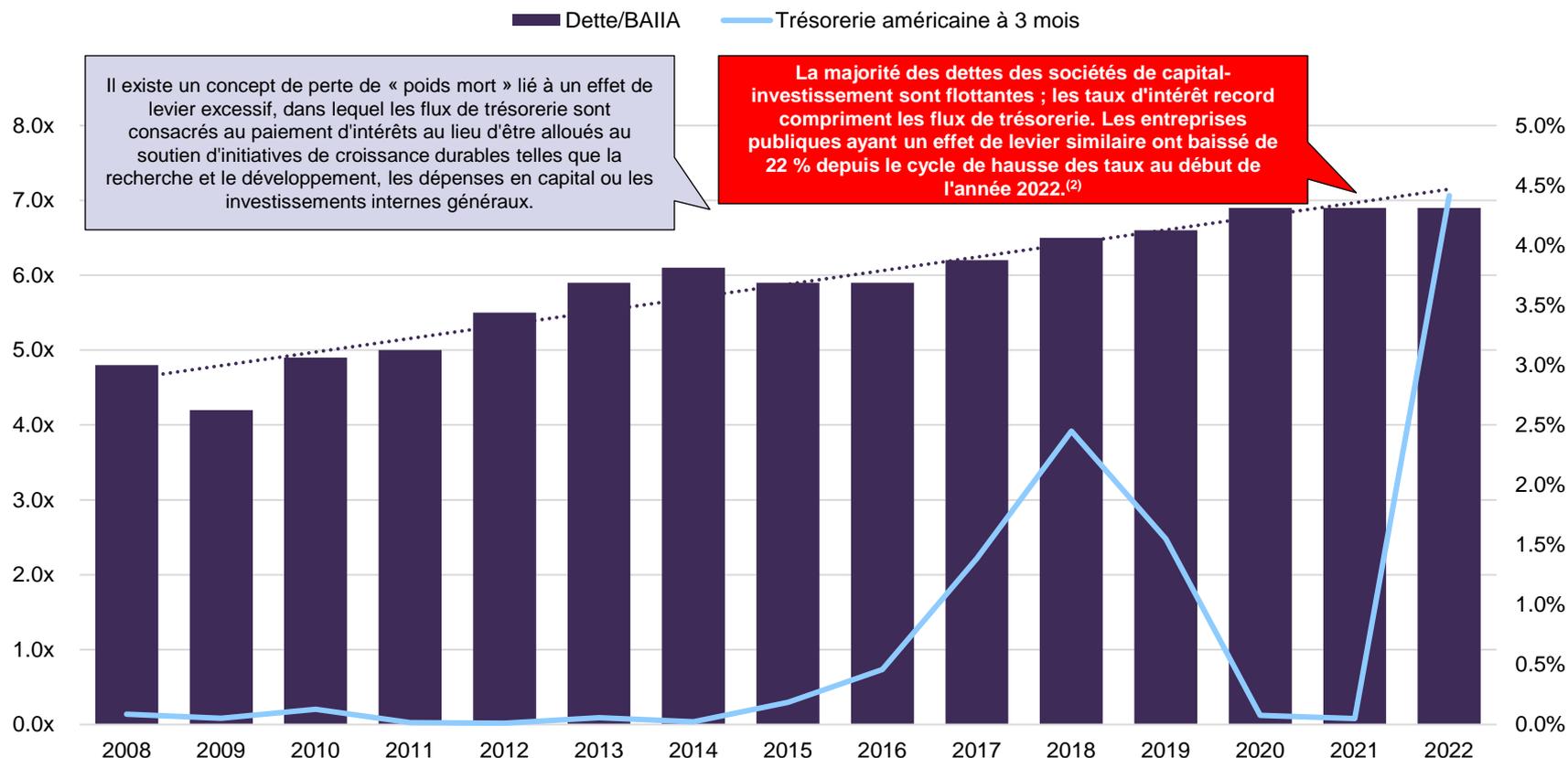
Historiquement, les marchés publics détenaient une légère prime par rapport aux marchés privés en raison de leur liquidité supérieure. Les actifs non évalués au prix du marché, dont les prix sont considérés comme inefficaces, devraient être négociés avec une décote selon la théorie financière de base.

Il est extrêmement préoccupant de constater que les marchés publics se négocient aujourd'hui avec une décote par rapport aux marchés privés.

Le capital-investissement bénéficie actuellement d'une prime par rapport aux marchés publics, ce qui n'a pas de sens.

Fait 4 : L'effet de levier des rachats d'entreprises et les taux d'intérêt se trouvent à des niveaux préoccupants⁽¹⁾

L'effet de levier des rachats d'entreprises aux États-Unis s'est maintenu à près de sept fois le BAIIA en 2022



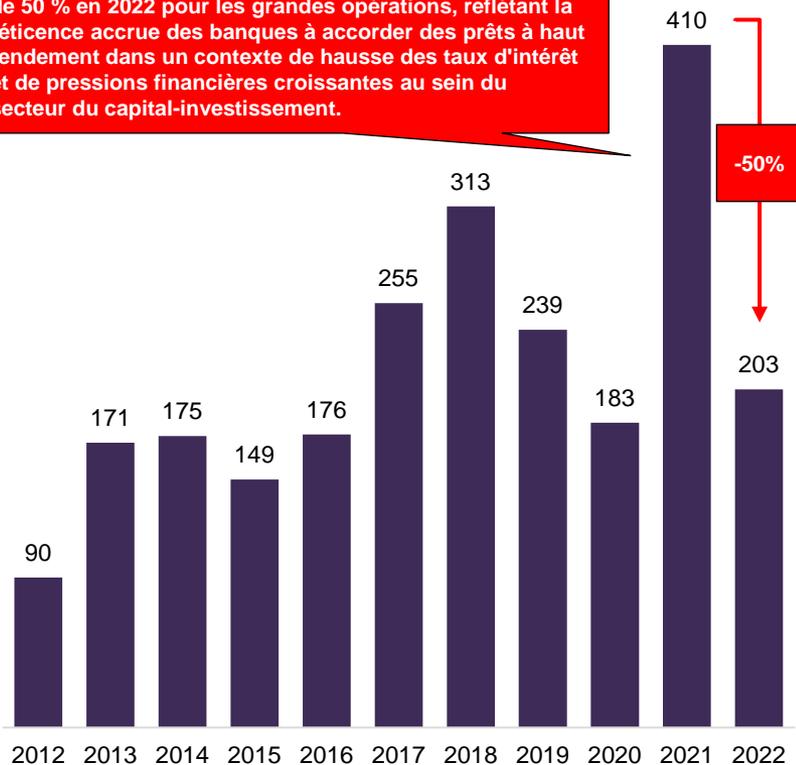
Les sociétés de rachat américaines continuent de recourir à l'endettement, et ce de manière excessive, puisqu'environ 55 % du prix d'achat d'une opération est financé par l'endettement, malgré des taux d'intérêt récemment élevés.

Fait 5: Les banques traditionnelles ont réduit leur exposition aux rachats d'entreprises par endettement

Les banques se sont fortement retirées des opérations de rachat de grande envergure⁽¹⁾

Émissions de prêts LBO syndiqués (milliards de dollars)

Les émissions de prêts pour rachats syndiqués ont chuté de 50 % en 2022 pour les grandes opérations, reflétant la réticence accrue des banques à accorder des prêts à haut rendement dans un contexte de hausse des taux d'intérêt et de pressions financières croissantes au sein du secteur du capital-investissement.



Les banques se sont presque entièrement retirées rachats de taille moyenne⁽²⁾

Émissions de prêts de rachats sur le marché intermédiaire américain (milliards de dollars)

■ Prêts directs ■ Dette syndiquée

Les banques traditionnelles se sont presque entièrement retirées des prêts pour rachats sur le marché intermédiaire américain. En outre, la détresse sur les marchés du crédit liquide a tendance à augmenter, ce qui pèse sur les rendements et pourrait remettre en question la perception du prêt direct comme une classe d'actifs à faible risque.⁽³⁾

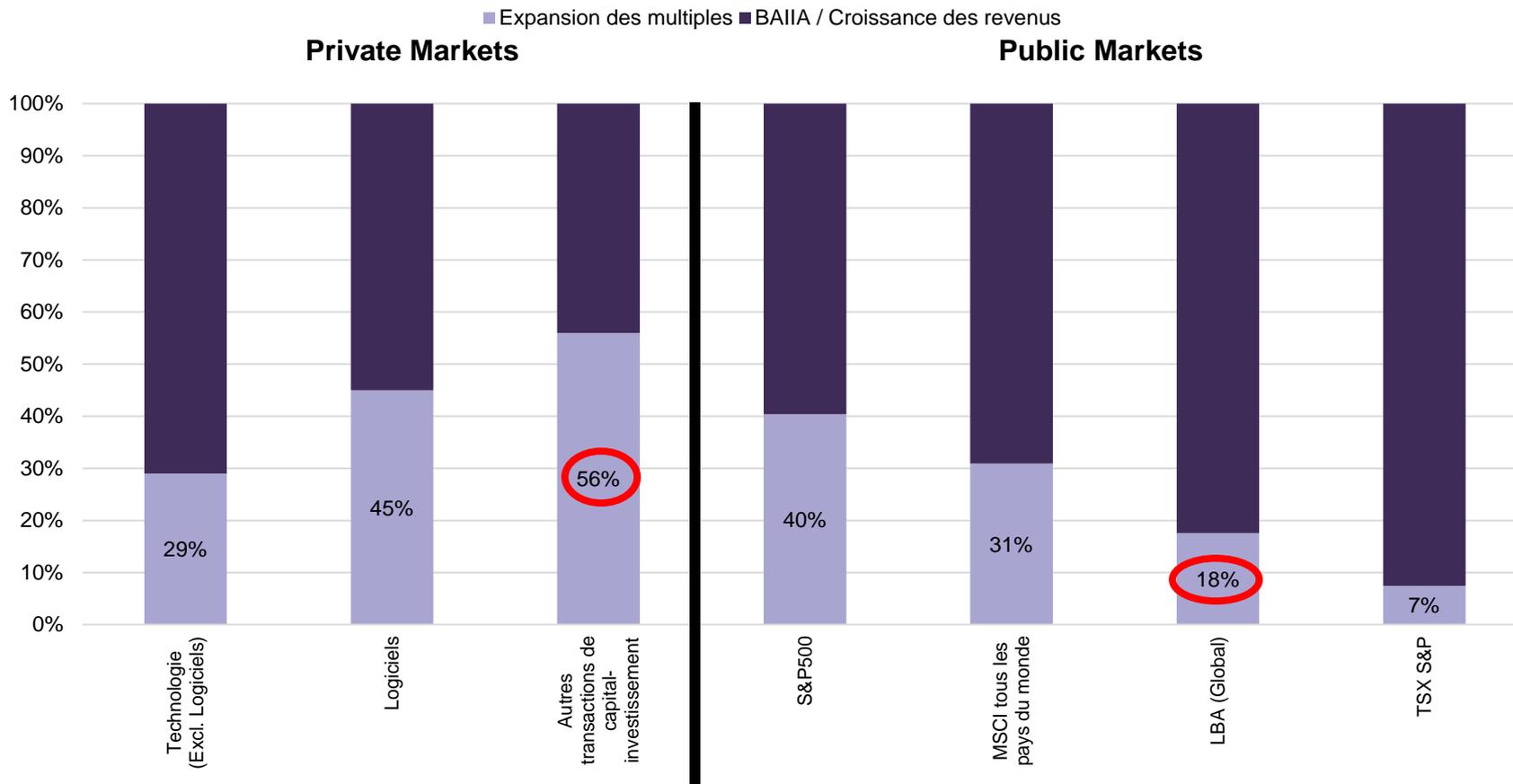


Les banques traditionnelles ont considérablement réduit leurs prêts aux grands rachats et presque entièrement aux petits rachats, le prêt direct n'étant plus perçu comme étant à faible risque.

1. [Bain & Company](#), se compose de tous les rachats européens et des rachats américains dont le BAIIA est supérieur à 50 millions de dollars.
 2. [Bain & Company](#), Le marché intermédiaire comprend les émetteurs dont le chiffre d'affaires est inférieur à 500 millions de dollars et dont le montant total des prêts est inférieur à 500 millions de dollars ; les prêts directs comprennent les prêts non syndiqués, y compris les prêts de club. Les prêts directs proviennent principalement de Sixth Street Partners et d'Ares Credit Group.
 3. [McKinsey](#)

Fait 6 : Le capital-investissement s'appuie fortement sur l'expansion des multiples^(1,2)

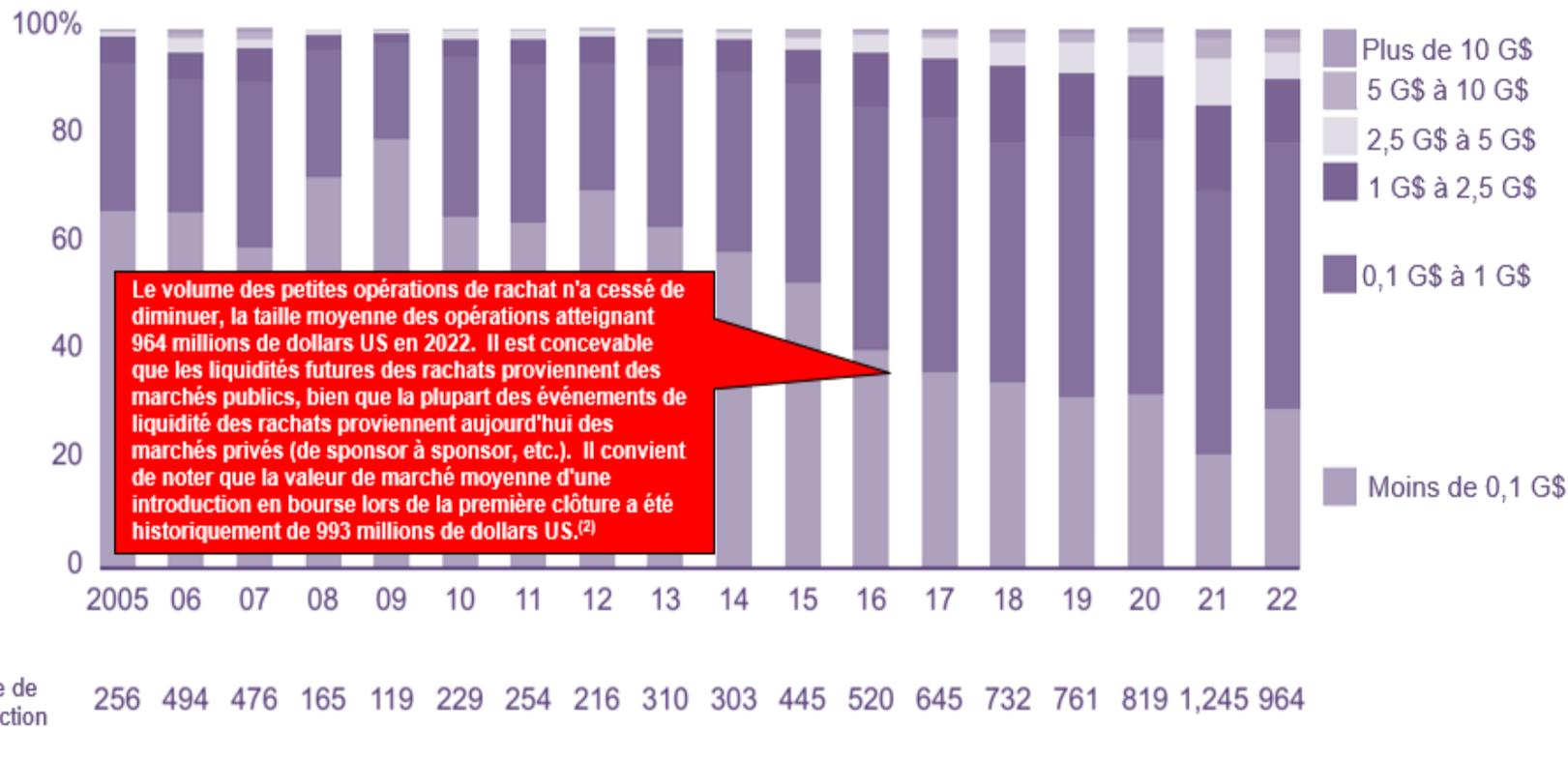
Facteurs de création de valeur par secteur



Par rapport aux marchés privés, les marchés publics offrent des rendements supérieurs, principalement liés à la croissance des bénéfices et du BAIIA, plutôt qu'à l'expansion précaire des multiples.

Fait 7: Les grandes transactions impliquent que la liquidité future provient des marchés publics ^(1,2)

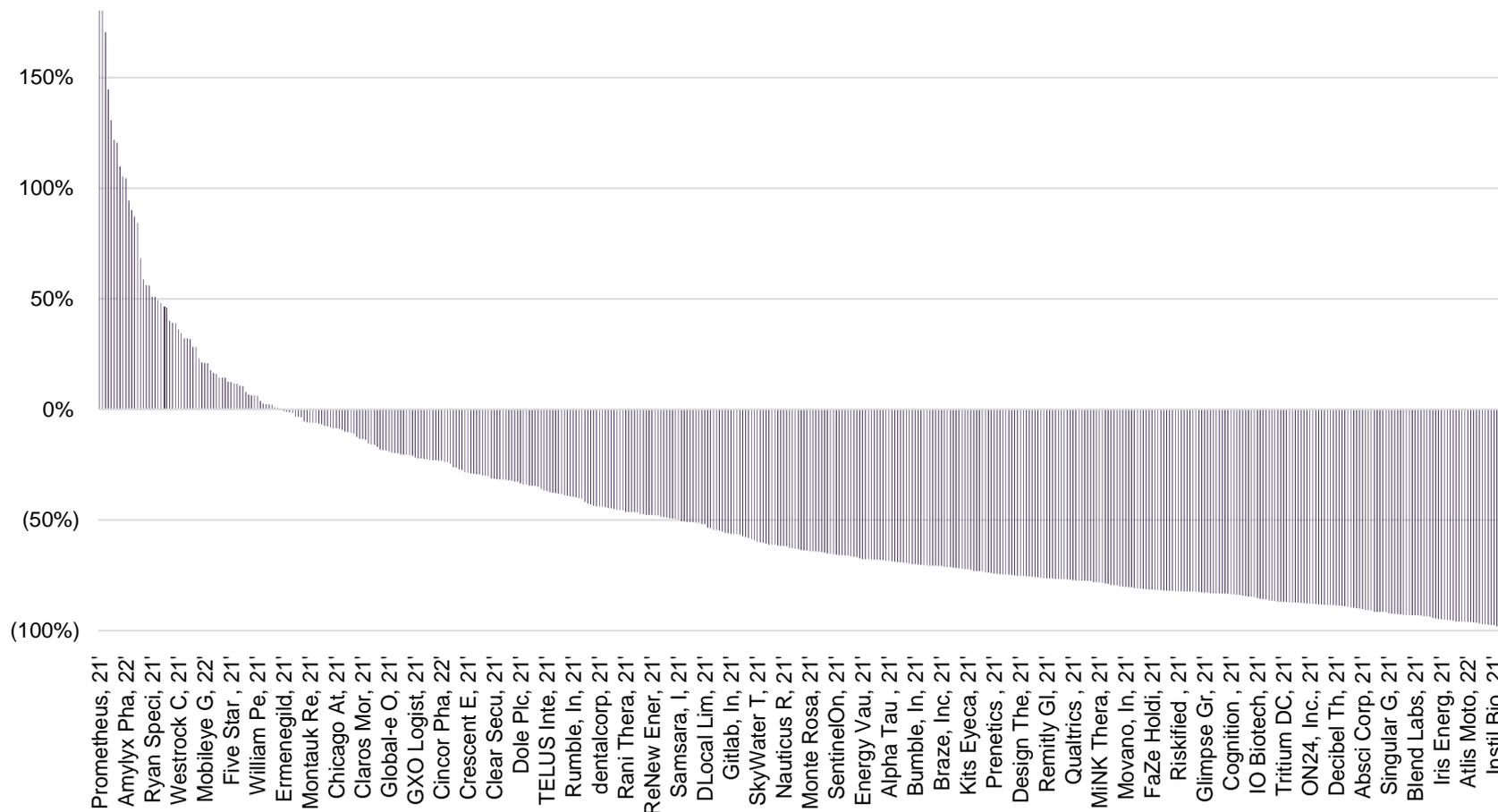
Part du nombre d'opérations de rachat au niveau mondial, par taille d'opération⁽¹⁾



La taille moyenne des opérations de rachat étant de 964 millions de dollars US et la valeur moyenne du marché des introductions en bourse de 993 millions de dollars US, il est concevable que le capital-investissement doive à l'avenir trouver des liquidités sur les marchés publics.

Fait 8 : L'obtention récente de liquidités a été désastreuse^(1,2)

Rendement des introductions en bourse nord-américaines du 1er janvier 2021 au 31 décembre 2022 (Rendement moyen -47%)



En sortant des marchés privés, les récentes introductions en bourse ont été désastreuses. Les évaluations des marchés privés n'ont pas été acceptées par les marchés publics.

Questions clés pour les investisseurs en capital privé

- **Investir dans les nouveaux millésimes:**
 - Quelle est la structure des frais et comment se compare-t-elle aux produits du marché public?
 - Des frais sont-ils prélevés sur le capital engagé ou sur le capital appelé?
 - Comment l'intérêt différé est-il calculé et comment affecte-t-il les rendements totaux?
 - Quand est-ce que la société de gestion doit-elle fournir des capitaux et quel est le délai de préavis?
 - Quand est-ce que les liquidités ou les distributions futures sont-elles prévues? En général, quel sera le mécanisme de liquidité (introduction en bourse, acheteur stratégique, financier, etc.)?
 - Historiquement, quelle a été la performance du gestionnaire privé pour l'ensemble des fonds après déduction des frais (valeur totale et distribution du capital versé, en glissement mensuel, période, etc.) et comment les rendements ont-ils été comparés à ceux des indices de référence des marchés publics sur la même période?
 - Décomposez les principaux facteurs de rendement des fonds passés au niveau de chaque société du portefeuille (croissance du chiffre d'affaires, expansion des marges, croissance des bénéficiaires, expansion des multiples, réduction de l'effet de levier, etc.) – quelle est la principale source de rendement?
 - Les rendements des fonds sont-ils concentrés sur un seul investissement ou sont-ils relativement diversifiés entre les différentes entreprises?
 - Quel est le niveau de financement par l'emprunt généralement utilisé et quel est le pourcentage d'entreprises en portefeuille qui ont fait faillite dans le cadre des fonds précédents?
 - Quelle stratégie le gestionnaire a-t-il généralement employée (consolidation, exploitation, ingénierie financière, etc.) et quels sont les principaux risques liés à cette stratégie?
 - Lorsque la société en nom collectif acquiert une part de la propriété d'une nouvelle entreprise, qu'advient-il généralement des employés, de la R&D, des frais généraux et administratifs et des niveaux de ventes et de marketing?
 - Comment le financement par l'emprunt restrictif existant affectera-t-il les rendements futurs?
- **Investir dans des millésimes existants:**
 - Quel est la valeur nette d'actif par action d'achat déclaré et comment est-elle calculée? Comment la valeur nette d'actif par action diverge-t-elle de la valeur totale du capital versé par action?
 - Les contributions fournissent-elles des liquidités aux investisseurs sortants ou des capitaux aux sociétés de portefeuille existantes?
 - Comment les multiples actuels du portefeuille se comparent-ils aux équivalents du marché public? Il y a-t-il des divergences et si oui, pourquoi?
 - Quel est le niveau d'endettement des entreprises du portefeuille et quel est le pourcentage de leur BAIIA qui contribue aux charges d'intérêt courantes?
 - Quel pourcentage du millésime a été liquidé et quand est-ce que toutes les liquidités seront-elles fournies? Quels sont les mécanismes de liquidité?
 - Pourquoi investir dans un millésime existant plutôt que d'attendre un nouveau millésime?

Compte tenu du changement de régime des taux d'intérêt, nous encourageons les investisseurs à se poser des questions critiques lorsqu'ils évaluent l'affectation des capitaux privés.

Avis

Les informations et opinions contenues dans les présentes sont fournies à titre indicatif seulement, sont sujettes à changement et ne visent pas à fournir des conseils d'ordre comptable, juridique ou fiscal, ni des recommandations en matière de placement, et ne doivent pas être utilisées comme tel. Les sociétés mentionnées dans les présentes sont à titre indicatif uniquement et ne sont pas considérées comme une recommandation d'achat ou de vente. Il ne faut pas supposer qu'un investissement dans ces entreprises était ou serait rentable. À moins d'indication contraire, les renseignements sont présentés aux dates indiquées. Bien que ces renseignements soient considérés comme exacts à la date où ils ont été préparés, Letko, Brosseau & Associés Inc. ne peut garantir qu'ils sont exacts, complets et à jour en tout temps.

Lorsque les renseignements contenus dans les présentes proviennent ou sont dérivés de sources externes, les sources dont ils proviennent sont considérées comme étant fiables, mais la société n'en a pas effectué une vérification indépendante. Aucune représentation ou garantie n'est fournie quant à l'exactitude, l'exhaustivité ou la fiabilité de ces renseignements. Les opinions ou estimations contenues dans les présentes constituent notre jugement à cette date et sont sujettes à changement sans préavis.

Les présentes peuvent contenir certaines déclarations prospectives qui reflètent nos attentes actuelles ou prévisions quant à des événements futurs concernant l'économie, les changements du marché et ses tendances. De par leur nature, les énoncés prospectifs sont assujettis, entre autres, à des risques, des incertitudes et des hypothèses concernant les devises, la croissance économique, les conditions actuelles et prévues et d'autres facteurs appropriés dans les circonstances pouvant faire en sorte que les événements, résultats, performances ou perspectives réels diffèrent sensiblement de ceux exprimés dans, ou sous-entendus par, lesdits énoncés. Les lecteurs sont avisés de ne pas se fier indûment à ces énoncés prospectifs.