

IDÉES ET DÉBATS > NOS DERNIÈRES CHRONIQUES

CAPITAL INVESTISSEMENT -

AUGUSTIN LANDIER ET DAVID THESMAR

« Private equity » : des conglomérats new-look ?

[21/06/07]



Qu'elle ait finalement lieu ou non, l'introduction en Bourse de Blackstone Group annoncée fin juin aura jeté un éclairage sur les nouvelles baronnies du capitalisme financier. A elle seule, la filiale « private equity » du groupe gère 32 milliards de dollars, investis dans 43 entreprises, de la santé à l'agroalimentaire, en passant par les télécoms ou les logiciels, et totalise plus de 150.000 emplois. Entre ses participations industrielles et ses activités de banque d'affaires, Blackstone a tout d'un conglomérat industrialo-financier, d'un kereitsu sauce new-yorkaise. Il y a là quelque chose de paradoxal. A une époque où les investisseurs ne jurent que par le recentrage et la spécialisation, comment l'introduction en Bourse d'une entreprise si diversifiée peut-elle susciter un tel appétit ?

Pour mieux saisir la portée du paradoxe, rappelons-nous que, si les conglomérats ne sont pas en odeur de sainteté sur les marchés (désamour qui se traduit par une décote boursière, le fameux « discount de conglomérat »), il n'en a pas toujours été ainsi. Dans les années 1960, les investisseurs voyaient plutôt d'un bon oeil la constitution de conglomérats. Les économistes américains Andrade, Mitchell et Stafford ont montré que les acquisitions « diversifiantes » étaient, à l'époque, saluées par une réaction positive du cours de Bourse. Car, dans un monde où le secteur financier était moins développé, les conglomérats disposaient d'un atout majeur : leur marché de capitaux interne, permettant de redéployer rapidement la trésorerie des « vaches à lait » du groupe vers les divisions en fort développement.

Ces marchés de capitaux internes, qui avaient fait le succès des conglomérats dans les années 1960, précipitèrent leur chute dans les années 1980. Bureaucratiques, travaillés par des luttes de pouvoir, les marchés de capitaux internes sont apparus comme des mécanismes bien moins efficaces que les produits toujours plus sophistiqués offerts par les marchés financiers « externes ». Comme l'ont montré David Scharfstein et Jeremy Stein de l'université de Harvard, dans les conglomérats, les divisions appartenant à des secteurs en croissance investissent moins que leurs concurrentes spécialisées - et vice versa. Les premiers fonds de « private equity » ont fait leur fortune en démontant les conglomérats des années 1960.

Mais, alors, quel est le secret de la forme olympique de Blackstone, qui lui évite de se muer

lentement en mammoth à dégraisser, à l'image de RJR Nabisco, restructuré en 1988 par l'autre géant du « private equity », KKR ? Le marché de capitaux interne y fonctionne vraiment comme un marché, et cela pour trois raisons. D'abord, à chaque levée de fonds, la société de gestion s'engage à rendre l'argent à ses investisseurs dans un délai de cinq à dix ans, donc à revendre les entités qu'elle absorbe, ce qui la force à vite les rentabiliser. Ensuite, les financiers de Blackstone sont rémunérés en fonction de la qualité de leurs investissements, mesurée de manière objective en comparant le prix de revente au prix d'achat des entreprises qui passent par le groupe. Enfin, les dirigeants de ces entreprises - l'équivalent des patrons de filiales - ont des participations importantes dans l'entité qu'ils dirigent, qui les enrichiront à l'aune du succès de l'opération. Cette combinaison est un vaccin contre la perte de discipline et de motivation qui menace les conglomérats.

Toutefois, ce modèle est peut-être plus précaire qu'il y paraît. Sa pérennité repose sur trois conditions qui ont prévalu sur la dernière décennie : disponibilité à bon prix d'entreprises dont la performance peut être améliorée, volonté des créanciers de financer ces acquisitions à des taux bas, et enfin possibilité de trouver des investisseurs intéressés par le rachat des entreprises prêtes à être « régurgitées ». Difficile, dès lors, de ne pas se demander si la volonté tenace des managers de Blackstone de s'introduire en Bourse maintenant ne signale pas la fin d'une époque plutôt que son début.

AUGUSTIN LANDIER est professeur assistant à l'université de New York (NYU Stern). DAVID THESMAR est professeur associé à HEC.

► **Réagir à cet article**

Tous droits réservés - Les Echos 2007