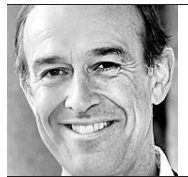


Gros plan sur un marché Private equity

La campagne présidentielle américaine pourrait braquer les projecteurs sur le capital-investissement

> Tour d'horizon des enjeux pour 2012. Le secteur devra notamment s'adapter à la diminution des moyens financiers à sa disposition



Hans van Swaay*

En tant que classe d'actifs, le private equity a bien mûri. Certes, l'âge adulte est moins amusant que la jeunesse, mais il rend la vie plus prévisible. Il y a même une chance raisonnable pour qu'en 2012 un gérant de private equity, Mitt Romney, actuellement tête de file des républicains, devienne le président élu des Etats-Unis. Nous ne sommes pas des experts en matière politique, mais cet événement démontre que le private equity fait désormais partie des affaires courantes. Mitt Romney a fondé Bain Capital, l'un des plus grands et des meilleurs acteurs du secteur du private equity. S'il parvient à réaliser le même prodige avec les Etats-Unis qu'avec Bain Capital, les citoyens ne devraient pas hésiter à l'élire.

Dans cet article, nous abordons les principaux événements de 2011 et nous prenons le risque de procéder à un certain nombre de prévisions. 2012 verra le secteur s'adapter à la diminution des moyens financiers à sa disposition, à des transactions plus modestes, à un besoin accru de spécialisation et à plus de réglementations.

L'écart entre les fonds levés et les nouveaux investissements a été gigantesque ces quelques dernières années.

Durant 2007, les investissements ont excédé les sommes levées, qui ensuite se sont rattrapées et les ont largement dépassés,

tandis qu'il y avait peu de transactions. L'équilibre est en train de se rétablir.

Il y a toujours peu de transactions et le prêt d'acquisition pour des rachats d'entreprise par emprunt (leverage buyouts LBO) beaucoup plus difficile à obtenir. La levée de fonds a également reculé. Des fournisseurs de capitaux pour les fonds de private equity comme les banques et le secteur des assurances se voient de plus en plus limités dans les montants qu'ils peuvent investir. L'autre grand groupe d'investisseurs, les fonds de pension publics, est devenu plus prudent. Cette tendance a débuté en 2011 et se poursuivra en 2012.

En ce qui concerne les transactions, l'activité s'est accélérée au premier semestre 2011, mais hélas, la plupart d'entre elles ont eu lieu entre des sociétés de private equity. Durant le deuxième semestre, leur nombre a chuté.

Le secteur des investissements dans des actifs en souffrance est en pleine croissance

Ceci, combiné avec l'énorme montant d'argent levé durant les années de boom économique, laisse le private equity avec un important montant d'argent non investi (proche de mille milliards, sans compter le financement par l'emprunt). De manière peu surprenante, les gestionnaires essaient de s'accrocher à cet argent en prolongeant la vie de leurs fonds plutôt qu'en le rendant aux investisseurs. Nous nous atten-

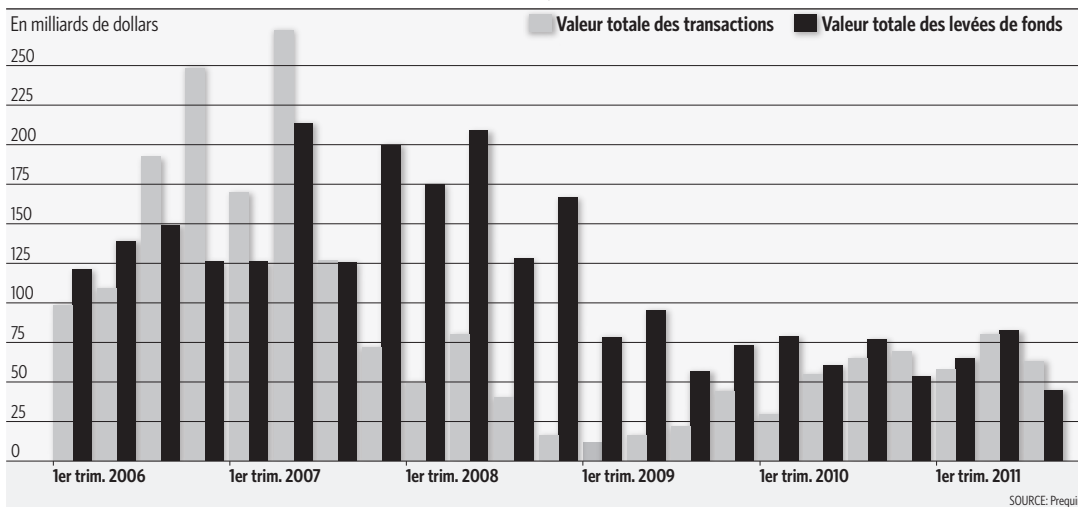
ons à ce que ce débat se poursuive en 2012, mais comptons sur la disparition de cet excédent d'argent durant ces deux ou trois prochaines années.

Les gérants de private equity profitent de la structure de leurs contrats pour rester en activité bien au-delà de leur date de péremption. Toutefois, pour la première fois depuis de nombreuses années, le nombre total de 4500 gestionnaires de private equity et de capital-risque dans le monde décline légèrement, selon Preqin. Nous nous attendons à ce que cette tendance se poursuive. Une consolidation des gestionnaires de fonds de fonds sera plus prononcée en raison d'une forte concurrence sur les commissions et d'économies d'échelle plus significatives dans les fonds de fonds.

Quant au secteur des investissements dans des actifs en souffrance, il est en pleine croissance; il constitue aujourd'hui 10% des fonds levés dans le private equity. Toutefois, le nombre d'opportunités s'est avéré plutôt décevant du fait que les taux d'intérêt sont restés bas. Le refinancement était prévisible et disponible. Etant donné le durcissement des réglementations bancaires et l'état de plus en plus précaire de l'énorme marché de la dette souveraine, refinancer un prêt d'acquisition pourra devenir beaucoup plus compliqué en 2012. Cela jouera en faveur des spécialistes des actifs en souffrance.

Le marketing constitue un autre secteur de croissance du private equity. Apparemment, un groupe (pas terriblement bon) emploie aujourd'hui plus de commerciaux que de spécialistes de l'investissement. Cette évolution va de pair avec de nouvelles manières de lever de l'argent

Les levées de fonds et les investissements s'équilibrent



comme le phénomène des réductions pour souscription anticipée, où plus vous signez tôt, moins vous payez de commission. Cet accent mis sur le marketing a également fait circuler l'argent plus rapidement vers des secteurs chauds comme les acquisitions secondaires de fonds existants ou vers les pays émergents.

Le marché secondaire des positions sur fonds a crû parce qu'elles sont vendues par des institutions telles que les banques et les compagnies d'assurances doivent diminuer leurs investissements dans le private equity. Toutefois, le secteur secondaire a également attiré beaucoup plus d'argent avec pour résultat des prix à plein pot. Nous nous attendons à ce que les prix du marché secondaire restent élevés durant tout 2012, ce qui en fera une bonne année pour les vendeurs.

Nous espérons que les gouvernements se mettront sérieusement à vendre les actifs qui n'ont pas nécessairement besoin d'ap-

partenir à l'Etat et qui, en outre, retireraient un réel bénéfice à se retrouver en mains privées. Il peut s'agir de services publics, d'immobilier, d'aéroports, etc. Etant donné l'endettement de nombreux pays, ceci serait bon à la fois pour les vendeurs et pour les investisseurs (de private equity).

Malheureusement, les régulateurs et la plupart des politiciens semblent toujours ne pas comprendre la différence entre le private equity et les autres actifs alternatifs. La réglementation accrue, et mal conçue, va rendre le private equity plus compliqué et plus cher, sans améliorer la protection des investisseurs. Certains gouvernements semblent comprendre que la crise de la dette souveraine a soustrait énormément d'argent au système et que les PME ont un accès très réduit au financement. Certaines initiatives, comme le Fonds européen d'investissement, font un excellent travail. Le gouvernement américain est devenu plus actif. Et

les Britanniques aussi ont récemment lancé un certain nombre d'initiatives intéressantes.

Certaines tendances sont typiques d'un secteur mature. Les acteurs majeurs, comme Blackstone, KKR ou Carlyle, ressemblent à des supermarchés, où l'investisseur peut acheter un grand nombre de produits différents. Carlyle va désormais rechercher à opérer sur les marchés publics afin de se diversifier et s'active à renforcer ses actifs sous gestion, entre autres en rachetant Alpinvest à deux grands fonds de pension néerlandais. Les plus petits groupes devront se spécialiser ou mourir.

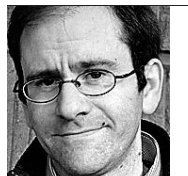
Il sera intéressant de voir comment les Etats-Unis vont considérer le private equity si l'une de ses superstars, Mitt Romney, devient président. Durant la campagne présidentielle, on peut s'attendre à voir le private equity apparaître sous les feux de la rampe.

* Lyrique Private Equity

Un expert pour comprendre Prévoyance

Le contrôle du budget de risque est essentiel pour les caisses de pension

> L'idée est d'ajuster dynamiquement l'exposition aux classes d'actifs les plus volatiles en fonction de leur niveau de risque. Cela permet d'adapter rapidement le portefeuille aux conditions changeantes de marché. Un point important avant de recapitaliser les fonds de pension



Adrien Veillard*

Le dernier rapport de Swisscanto sur l'état des caisses de pension suisses fait état d'un taux moyen de couverture pondéré par la fortune en baisse sur l'année passant de 99% à fin 2010 à 94,7% à fin septembre 2011, avec en particulier un degré de couverture à 88,2% pour les caisses de droit public. Depuis le pic des taux de couverture observé à fin 2006 de 117,3% pour les caisses de droit privé et de 99,7% pour les caisses de droit public, on assiste à une forte érosion de ceux-ci en lien avec la crise du marché du crédit immobilier américain, puis à sa contagion à l'ensemble des économies développées et au marché du crédit des Etats européens. Sur cette même période, les principaux indices des marchés actions affichent des résultats contrastés, avec une baisse cumulée d'environ 25% sur le marché suisse, 33% sur le marché européen, 50% pour le Japon, alors que les Etats-Unis et la

Grande-Bretagne finissent globalement sur une performance neutre. S'il ne s'agit pas ici de jouer les oiseaux de mauvais augure, rappelons-nous qu'au plus fort de la crise des années 30 le marché avait perdu près de 80% de sa valeur. Dans un tel contexte, dans quel état seraient les caisses de pension suisses?

Les caisses de pension sont tenues par la loi de mettre en place une stratégie de placement à même d'assurer la sécurité de la réalisation des buts de prévoyance», selon l'article 50, alinéa 2 de l'Ordonnance sur la prévoyance professionnelle vieillesse, survivants et invalidité. La réalisation des buts de prévoyance impose une certaine prise de risque; la sécurité commande d'être en mesure de faire face aux engagements quelles que soient les conditions de marchés rencontrées. Pratiquement, les caisses de pension de droit privé sont tenues d'avoir un degré de couverture supérieure à 100% en toutes circonstances, l'autorité de surveillance pouvant exiger de celles-ci la mise en place d'un plan d'assainissement lors d'une sous-couverture significative (inférieure à 95%).

Généralement, le pilotage de ce double objectif, génération des rendements et protection du

capital, se fait à travers la définition d'une allocation stratégique à laquelle se superpose un ajustement tactique des pondérations du portefeuille. La définition de l'allocation stratégique se fait au moyen de l'analyse de congruence actif-passif (ALM ou Asset Liability Management). A partir des projections du passif, des contraintes réglementaires, des caractéristiques de rendement et de risque des classes

Rappelons-nous qu'au plus fort de la crise des années 30 le marché avait perdu près de 80% de sa valeur

d'actifs retenues, l'allocation stratégique est définie. Il convient naturellement d'estimer avec soins les caractéristiques de ces classes d'actifs, dont dépendent fortement les résultats. L'actuaire consciencieux choisira un modèle de distribution des rendements compatible avec la réalité d'un monde non gaussien¹ et fait d'une alternance de phases d'agitation faible et d'agitation forte. En effet, si chacun peut constater

que les rendements des actifs font preuve de variabilité, désignée par le terme de «volatilité», celle-ci fluctue elle-même considérablement. Ainsi, définir une allocation stratégique ne revient pas à définir un budget de risque, mais à s'exposer à une variété de régimes différents. L'ajustement tactique, dont la fréquence est souvent dépendante du calendrier des réunions des comités de placement, ne suffit pas à pallier cet état de fait.

Pour faire face au risque, le législateur oblige les caisses de pension à constituer des réserves de fluctuation de valeur. Si la définition précise de cette provision n'est pas donnée par la loi, celle-ci devrait logiquement être établie en lien avec la prise de risque (variable) découlant de l'allocation stratégique. Il va sans dire que le coût engendré par la constitution ou la reconstitution d'une telle réserve n'est pas négligeable tant pour les employés que pour l'employeur. Finalement, même avec l'adjonction d'une coûteuse réserve de fluctuation de valeur, l'histoire récente nous montre qu'un tel cadre de gestion n'est pas à même de répondre de façon satisfaisante aux exigences de sécurité fixées par la loi.

On l'a dit, la faiblesse de l'ap-

proche actuelle repose sur l'absence de gestion systématique du budget de risque, le portefeuille traversant sans ajustement de voilure les phases de calme plat et les phases de gros temps. Or, l'exigence de sécurité dictée par la loi impose de mettre le contrôle du budget de risque au cœur du processus de gestion.

L'application de stratégies de gestion systématique du budget de risque permet précisément de poursuivre cet objectif, en ajustant dynamiquement l'exposition aux classes d'actifs les plus volatiles en fonction de leur niveau de risque. En situation de hausse de la volatilité, l'exposition aux classes d'actifs risquées est diminuée de telle sorte à recentrer le niveau de risque du portefeuille sur son niveau médian. Cette approche permet ainsi de diminuer la variabilité du risque, et de baisser ainsi sensiblement l'incertitude associée à l'atteinte du rendement cible à long terme.

L'analyse ALM démontre que l'application d'une stratégie de gestion systématique du budget de risque permet d'adopter un portefeuille dont le budget de risque est significativement plus bas, induisant une baisse du besoin de réserve de fluctuation de valeur. Pour une institution de prévoyance type, le besoin de

réserve de fluctuation de valeur est réduit d'environ 50%.

En revenant aux caisses de droit public dont la sous-couverture atteint des records, la recapitalisation et la reconstitution des réserves imposent des mesures drastiques. Parmi les mesures à instaurer, la mise en place d'une gestion systématique du budget de risque paraît incontournable. Qui prendrait la responsabilité d'investir des centaines de millions, voire des milliards pour recapitaliser les caisses sans prendre toutes les mesures possibles de sauvegarde du capital?

1. La loi de distribution de Gauss ou loi normale est à même de représenter de nombreux phénomènes relevant tant des sciences naturelles, des sciences sociales ou des sciences économiques. En revanche, les marchés financiers exhibent typiquement des comportements plus extrêmes que ceux prédits par cette loi.

*CFA, FRM, Fundo SA, veillard@fundo.ch