

La chronique du private equity

Le timide retour à la normale du private equity en 2010

Participations Les grandes transactions sont de retour, les désengagements se multiplieront et le marché secondaire va s'animer. L'argent afflue dans le «cleantech», peut-être trop vite



Hans van Swaay*

La valeur des fusions et acquisitions dans le monde a dégringolé de 4160 milliards de dollars en 2007 à 2080 milliards en 2009, selon Thomson Reuters. La part du private equity a chuté de 17% en 2007 à moins de 5% l'an dernier. Mais la valeur des transactions n'a cessé de grimper en 2009, de 11,86 milliards de dollars au premier trimestre à 41,85 milliards au quatrième trimestre.

Les grandes transactions sont de retour, avec des sociétés comme EQT et GIC Special Invest, qui ont payé 3,36 milliards de dollars pour le groupe Springer Science + Business Media; ou ITPG Capital et Canada Pension Plan, qui ont acquis IMS Health aux États-Unis pour 5,08 milliards de dollars; ou encore Blackstone, qui a repris Busch Entertainment Corp. aux États-Unis pour 2 milliards de dollars au dernier tri-

mestre 2009, une transaction typique, financée avec un tiers de fonds propres et deux tiers d'emprunt, la moyenne historique.

Les réserves de guerre de l'industrie se montent à plus de 1000 milliards de dollars, a estimé Preqin. Elles tendent à se contracter. Peu d'argent est levé en ce moment, et les fonds levés durant les années fastes de 2006-2007 s'approchent de la fin de leur fenêtre de 3 à 5 ans pour de nouveaux investissements. Ces fonds n'appelleront que 70 à 80% des engagements des investisseurs. Les réserves de guerre fondent.

«Les managers ne peuvent pas exiger des honoraires outrageux»

Les transactions secondaires vont également augmenter. En 2009, seuls les plus désespérés ont vendu. Avec un nombre croissant de transactions menant à des appels de fonds et avec l'augmentation du prix des secondaires, on sera plus enclin à vendre.

Il y aura aussi plus de désenga-

gements (*exits*). Les ventes ont été pratiquement inexistantes ces deux dernières années, avec une valeur des désengagements qui a chuté de 66% entre 2007 et 2008, et aucune introduction en bourse (IPO), selon Ernst & Young.

A mi-janvier, Blackstone a annoncé son intention d'introduire à la bourse de Londres le voyageur Travelport, pour un montant de 2 milliards. Pas une tâche facile, six introductions en bourse d'entreprises du même secteur ayant trouvé une issue à un prix inférieur à la fourchette initiale prévue. Parmi ces candidats malheureux, nous trouvons Performance Polymers (TPG), Cobalt International Energy (Carlyle and Goldman Sachs) et Team Health Holdings (Blackstone). Si le marché des actions trébuche, la fenêtre d'opportunité ouverte récemment se refermera.

Les acquéreurs stratégiques recommenceront à acheter, mais pas aux prix gonflés que certains groupes de private equity ont payé. On assiste malheureusement également au retour des *secondary buyouts*, avec des groupes de private equity qui se «passent le paquet» dans l'espoir de ne pas se retrouver avec celui-ci

sur les bras lorsque la musique s'arrêtera.

Il y aura des faillites. Certaines sociétés de portefeuille se batront pour refinancer leur dette, mais des signes clairs montrent que les sociétés de prise de participation et les banques collaboreront plus étroitement qu'elles ne l'ont fait durant les crises précédentes.

Il y aura plus d'investissements dans le *cleantech*, parce que l'argent est là. Il y a pléthore de nouveaux venus attirés par le parfum de l'argent, qui n'ont aucune expérience en matière d'investissement dans ce domaine, mais qui savent comment séparer les investisseurs de leurs liquidités.

Certains groupes vont disparaître, mais nombre d'entre eux poursuivront pendant quelques années encore leur activité de *fee huggers*. Pas capables de lever de nouveaux fonds, ils continueront à percevoir les honoraires de gestion sur les avoirs existants, tout en étant très peu actifs. Les gestionnaires aux performances médiocres peuvent rester en place durant des années, une faiblesse du marché du private equity.

La consolidation ne s'applique guère aux sociétés de private equity, sauf pour les gérants de fonds de fonds, où les économies d'échelle sont plus claires et les ego moins grands. L'année dernière, Capital Dynamics a acquis HRJ Capital, du légendaire Joe Montana et une équipe d'investisseurs professionnels.

En revanche, les honoraires vont baisser, mais cette baisse sera un miroir aux alouettes. Pour le moment, les managers ne peuvent pas exiger des honoraires outrageux au titre de *transaction fees* ou *monitoring fees*, mais lorsque le climat changera, ceux-ci seront de retour. La structure de rémunération de base ne changera pas.

Le private equity émergera lentement de cette période forcée de diète. Il sera plus sain et son avenir sera plus radieux. Ce n'est pas le premier cycle baissier et ce ne sera pas le dernier. Vous souvenez-vous du boom des rachats d'entreprises alimenté par les obligations pourries de Michael Milken?

*Lyrique.

PUBLICITÉ

La chronique des convertibles

Deux métiers différents



Giuseppe Mirante*

Il a été relativement difficile de passer à côté des articles de presse vantant le lancement d'un nouveau fonds convertible d'une banque privée de la Cité de Calvin. Cette nouvelle ne peut que réjouir les autres gérants de fonds convertibles, qui essaient désespérément depuis des années de convaincre de l'utilité d'un tel instrument en tant que classe à part entière dans toute grille d'allocation d'actif sérieuse.

Par contre, ce qui surprend le plus est le choix du gérant, externe, à qui la gestion de ce fonds a été confiée. Il s'agit d'un des plus illustres gérants de hedge fund d'arbitrage de convertibles. Or, le fonds en question est dans la plus pure tradition des fonds directionnels *long-only*, stratégie fondamentalement différente à celle poursuivie par ce gérant jusqu'ici.

Il est vrai que les obligations convertibles sont complexes et font appel à des expertises de gestion de plusieurs natures. Une convertible peut être autant une obligation à haut rendement (*high yield*), si l'action sous-jacente est en difficulté en raison par exemple d'une menace de faillite, qu'un instrument de type action si cette dernière a fortement progressé. Des qualités d'analyse de crédit seront primordiales dans le premier cas et d'analyse fondamentale dans le second. Entre ces deux situations, les talents doivent se mêler et être complémentaires. Dans les convertibles, les gérants *long-only* ne sont finalement pas des spécialistes produits, mais de vrais généralistes, touche-à-tout de la finance.

Le métier d'arbitrageur est diamétralement opposé. Il induit un fort biais action, car évoluant sur la partie de la convertible la plus sensible aux mouvements de l'action sous-jacente. L'analyse fondamentale importe peu, voire pas: le but est d'acheter la convertible et de vendre à découvert (*short*) l'action sous-jacente en fonction de son «delta» (sensibilité action).

Ce delta sera continuellement réévalué au gré des mou-

vements de l'action, et la partie *short* réajustée («gamma») afin d'assurer la neutralité de la stratégie. Afin d'éviter de mobiliser trop de capital, la partie obligataire de la convertible sera elle aussi neutralisée, par la vente d'un CDS (*credit default swap*) du même débiteur. Cette stratégie permet in fine de rester uniquement investi dans la partie optionnelle, afin d'essayer d'en capter la sous-évaluation théorique. Elle n'a plus rien à voir avec l'analyse crédit ou fondamentale, et relève plutôt de la précision mécanique des différents modèles d'évaluation de convertibles.

«L'arbitrage relève plutôt de la précision mécanique des différents modèles d'évaluation»

L'arbitrage de convertibles a connu ses heures de gloire jusqu'à la dernière crise financière. En 2008, les performances des hedge funds qui l'appliquaient ont été désastreuses. Les sources de prêt de titres s'étant tarées, en raison de la perte de confiance dans les banques, celles-ci ont été contraintes de stopper les prêts d'actions aux arbitrageurs, et même de rappeler les actions prêtées antérieurement. De plus, les contreparties des transactions CDS, à nouveau les banques, avaient clairement perdu de leur crédibilité suite à la faillite retentissante de Lehman Brothers.

Les arbitrageurs étaient dans l'impossibilité de tenir leurs positions, et ont dû se défaire de leur stratégie en essayant des pertes mémorables. Celles-ci n'ont été compensées en 2009 que grâce à la mise sous perfusion de l'intégralité du système financier par les États, et certainement pas grâce à la bravoure des gérants de hedge funds, qui, enfermés dans leur tour d'ivoire et leur pure mécanique de gestion, n'avaient rien vu venir. Leur seule réaction ayant été l'arrêt des remboursements aux actionnaires de leur fonds.

A contrario, les «vrais» gérants directionnels *long-only* ont tiré leur épingle du jeu en achetant les convertibles vendues à n'importe quel prix par les «hedgies».

*IFP Fund Management SA.

L'avis de l'expert

Planifier des successions en cascade



Etienne Jeandin*

La volonté de déterminer le sort de son patrimoine sur une longue période après son décès est un élément décisif au moment de préparer son testament. On évoque régulièrement dans ce contexte les trusts ou les fondations. Une autre institution moins connue est prévue par le Code civil: les substitutions fidéicommissaires.

L'idée est de prévoir la transmission d'une succession ou de biens particuliers (immeubles, avoirs bancaires) en deux temps: une première transmission au décès du testateur et une seconde ultérieurement, le plus souvent au décès du premier bénéficiaire. Ainsi, le testateur fait «d'une pierre deux coups», permettant à deux personnes d'hériter successivement de ses biens.

La loi impose une limite à ce type de disposition: on ne peut prévoir plus de deux bénéficiaires successifs. Il s'agit d'un principe constant du Code civil: on ne peut régir indéfiniment le sort de biens familiaux, cherchant à en imposer la transmission au sein de la famille sur plusieurs générations.

La loi fixe une autre limite: une substitution ne peut être imposée à un héritier réservataire, à qui la loi attribue une réserve nette de charge. Ainsi, une clause de substitution ne peut être imposée à son conjoint ou à ses descendants, sauf consentement formalisé dans un pacte successoral établi devant notaire. Au besoin, ces héritiers réservataires peuvent attaquer

en justice cette clause de substitution (action en réduction).

Quelles sont les mesures prévues par la loi pour protéger les droits du second bénéficiaire («l'appelé»)? Il s'agit tout d'abord de prévoir l'établissement d'un inventaire à l'ouverture de la succession, ce qui lui permettra de connaître d'emblée les biens qui doivent à terme lui revenir et facilitera au besoin les actions qu'il devra entreprendre pour sauvegarder ses droits à l'encontre du premier bénéficiaire («le grevé»).

«Les substitutions fidéicommissaires n'engendrent pas de structures de gestion onéreuses»

La loi prévoit que ce dernier doit fournir des sûretés avant de recevoir sa part. En tant que propriétaire des biens, le grevé est susceptible d'en disposer librement, à l'encontre des intérêts de l'appelé. Il doit donc fournir une garantie adéquate (caution, nantissement d'avoirs bancaires, garantie bancaire, gage immobilier, etc.).

S'il s'agit d'un bien immobilier, la loi prévoit aussi la possibilité d'une inscription spécifique au registre foncier, soit l'«annotation» de la charge de restitution. En dernier recours, le second bénéficiaire peut demander qu'une administration d'office des biens soit ordonnée si le grevé ne peut fournir de sûretés ou abuse manifestement de ses droits.

Il faut relever que ces sûretés ne sont pas une obligation: le testateur peut prévoir d'en dispenser le premier bénéficiaire. C'est notamment le cas dans une substitution «réduite

au solde»: le premier bénéficiaire est en droit de disposer des actifs reçus et la charge de restitution ne porte que sur ce qu'il en reste à son décès. Cette forme simplifiée est fréquente en pratique, surtout quand il s'agit de faciliter la situation du premier bénéficiaire.

En comparaison d'autres institutions comme les fondations et les trusts, les substitutions fidéicommissaires n'engendrent pas de structures de gestion onéreuses. Issues du droit suisse qui en fixe les modalités et les limites, elles ne créent pas de difficulté d'interprétation. Ces clauses permettent aussi de contourner une restriction importante du droit des successions: ne peut hériter que celui qui existe lors du décès. Par une clause de substitution il est possible de gratifier une personne qui n'existe pas encore lors du décès du testateur, et qui touchera ses droits lors du décès du grevé.

Il faut bien entendu soigneusement étudier la fiscalité applicable en cas de substitution. En Suisse, chaque canton établit librement ses propres lois applicables aux successions et donations. Disons pour résumer qu'en principe la substitution est susceptible de faire l'objet de deux taxations, lors de l'ouverture de la succession (transmission des biens au grevé) puis lors de la transmission des biens à l'appelé (en principe au décès du grevé).

Nombre de cantons se fondent sur les liens de parenté entre le défunt et les deux bénéficiaires, ce qui peut être plus avantageux que de considérer le lien de parenté prévalant entre le grevé et l'appelé. C'est du reste un critère décisif lorsqu'il s'agit en pratique d'adopter ce type de disposition.

*Notaire à Genève.

Indépendance | Transparence | Performance | Continuité | Patience | Singularité

Tout vient à point

Investir est une œuvre de longue haleine. Pour qui sait attendre, les résultats s'obtiennent sur le long terme, au-delà des cycles et des modes.

CONTACTS: ja.monnier@iam.ch ou f.aubry@iam.ch
15, rue de la Confédération - 1204 Genève - T +41 22 818 36 40 - www.iam.ch

Gestion institutionnelle
Fonds de placement