

COMMUNICATION ET TRANSPARENCE

LE *PRIVATE EQUITY* DOIT EMBRASSER L'ÈRE DE L'INFORMATION



Cyril Demaria*

Professeur

Haute École
d'Ingénierie et de
Gestion du Canton
de Vaux (HEIG-VD)

Associé

Tiaré Investment
Management AG

Le *private equity* voit ses encours croître d'année en année et il devient une classe d'actifs à part entière. Pour maintenir le développement de cette activité, et sans attendre que cela leur soit imposé, les gérants ont tout intérêt à construire une communication plus organisée sur leurs encours et la valorisation de leur portefeuille.

A l'avenir, le *private equity* va devoir fournir, que les praticiens le souhaitent ou non, une information qui devra :

- être stable à travers le temps, dans la méthode et la fréquence ;
- être établie sur des données qualitatives et quantitatives ;
- donner une vision honnête et claire de l'activité ;
- être systématique, impartiale et basée sur les faits ;
- être accessible facilement aux tiers et, enfin, complète.

Elle devra, en outre, mettre en balance les intérêts en jeu, en étant suffisamment détaillée pour répondre aux besoins de la majorité des tiers, tout en protégeant les intérêts des entreprises sous-jacentes.

Ce besoin d'information est illustré aux États-Unis par la décision de certaines caisses de retraite (parmi lesquelles UTIMCO, CalPERS et MassPRIM[1]) de publier les informations relatives à leurs participations dans des fonds de *private equity*. Ces décisions motivées par le Freedom of Information Act (« FOIA »)[2] sont, de fait, le résultat de la part croissante des actifs sous gestion allouée au *private equity*. Ainsi, les fonds de pri-

[1] UTIMCO : University of Texas Investment Management Company ; CalPers : California Public Employees' Retirement System ; MassPRIM : Massachusetts Pension Reserves Investment Management.

[2] Loi américaine de 1966 obligeant les agences fédérales à transmettre leurs informations à quiconque en fait la demande, quelle que soit sa nationalité.

private equity généreraient 1 500 milliards de dollars[3] à l'échelle internationale (après effet de levier), contre 2 000 milliards pour les *hedge funds*[4]. Ces chiffres doivent être comparés avec les 71 300 milliards sous gestion à l'échelle internationale, selon The City UK (2009).

LA RANÇON DU SUCCÈS

En 30 ans, le *private equity* est passé d'un statut exotique à celui de classe d'actifs majeure. Cette tendance va se poursuivre, pour au moins trois raisons.

Tout d'abord, les nouveaux investisseurs continuent d'arriver. C'est le cas des caisses de retraites d'Amérique latine, suivant en cela leurs homologues américaines et britanniques. Le besoin de rendement absolu pour payer les retraites d'une population vieillissante contribue à

[3] Source : Preqin.

[4] Source : HFR, 2011.

*Auteur de Introduction au *private equity* (Revue Banque Édition, 3^e éd., 2010)

GESTION D'ACTIFS

Allocation détaillée des actifs des fondations universitaires américaines

Taille des actifs en %	Actions locales	Fixed Income	Actions Internat.	Private Equity	Marketable Alternatives	Venture Capital	Private Equity Real Estate	Matières premières, Energie, et Ressources naturelles	Distressed Debt	Titres à court terme/ Cash/ Autre
Sup. à \$1 Md	11	10	15	15	23	4	7	8	3	4
\$501 M à \$1 Md	18	14	17	9	21	3	4	5	3	6
\$101 M à \$500 M	25	17	17	6	19	1	2	5	2	6
\$51 M à \$100 M	31	21	18	3	14	1	2	3	1	6
\$25 M à \$50 M	35	24	16	1	10	1	2	2	1	8
Moins de \$25 M	40	27	13	1	7	1	1	1	1	8
Moyenne pondérée (dollar)	15	12	16	12	21	3	5	7	3	5
Moyenne équi-pondérée	30	21	16	4	14	1	2	3	2	7

Source : National Association of College and University Business Officers and Commonfund Institute (2011). 2010 NACUBO-Commonfund Study of Endowments

cette tendance. Le CalPERS Alternative Investment Management Program a généré un rendement de 21,5 % en 2010. CalSTRS[5], de son côté, a enregistré un rendement de 12,7 % pour son programme de *private equity* en 2010 (16,9 % en 2009), tandis que les fondations et fonds de dotations universitaires affichent 11,3 % de rendement.

Ensuite, un effet de seuil est à l'œuvre (voir Tableau 1) : au-dessus de 100 millions de dollars sous gestion, la part du *private equity*[6] augmente fortement. En 2010, la taille médiane des fondations universitaires aux États-Unis était de 73,5 millions, en progression de 7,4 % par rapport à 2009. Cela signifie qu'une vague de nouveaux entrants est à attendre. Au

«Lorsqu'une classe d'actifs devient aussi importante en termes de rôle et de poids économique, elle fait l'objet de réglementations accrues.»

rythme actuel, la médiane franchira ce cap en 2016.

Enfin, les investisseurs actuels augmentent leur allocation. Yale et Harvard montrent la voie, avec des allocations de l'ordre de 15 %. Les investisseurs institutionnels européens, qui allouent 3,6 % au *private equity* selon Russell Research, devraient se rapprocher du niveau américain (6,8 % en moyenne). Selon Prequin, en 2010, les caisses de retrait-

tes allouaient 3,7 % de leurs actifs au *private equity*. Les actifs sous gestion progressent globalement, ce qui signifie que la proportion investie en *private equity* augmente, mais aussi, de façon mécanique, la valeur absolue.

LE SILENCE N'EST PLUS D'OR

Lorsqu'une classe d'actifs devient aussi importante en termes de rôle et de poids économique, elle fait l'objet de réglementations accrues. C'est l'objet de la Directive AIFM, du Dodd-Frank Act, des Accords de Bâle III et de la Directive Solvabilité 2, ainsi que de la MiFID. De manière étrange, les gérants de fonds de *private equity* sont toujours dans le déni du fait que la transparence et l'exigence d'information ne peuvent que croître. Ils doivent reprendre l'initiative et organiser la transparence, en accommodant leurs intérêts avec ceux du public.

Au-delà de la réglementation, le silence est de fait préjudiciable. Des

[5] California State Teachers' Retirement System.

[6] Il faut additionner « *private equity* », « *venture capital* » et « *distressed debt* ». « *Private equity real estate* » ne se qualifie pas car il s'agit de l'immobilier non coté (i.e., *real estate excluding REIT*) et non du *private equity* (finançant des entreprises non cotées et des entrepreneurs).

décisions mal informées nuisent à la chaîne de valeur du *private equity*. Cela génère un instinct grégaire parmi les investisseurs qui ont des difficultés à trouver l'information, crée des trous de financement (capital-risque hors IT/biotech/cleantech) et des bulles de valorisation (*social media*), et enfin encourage les réactions irrationnelles et le manque général de compréhension d'une classe d'actifs compliquée. À long terme, les booms et krachs sont préjudiciables à une classe d'actifs investissant sur 5 à 7 ans.

CONSTRUIRE UN FORMAT DE VALORISATION

Les gérants ont un réel intérêt à communiquer d'eux-mêmes. La valorisation des portefeuilles du fait de la généralisation de la *fair market value* et du *mark-to-market* a importé la volatilité des marchés cotés en *private equity*. Le risque suggéré par cette volatilité va rendre le *private equity* plus coûteux pour les banques et assurances selon les règles de solvabilité. En fournissant une information quantitative et qualitative, les gérants vont encourager le traitement de la classe d'actifs de manière spécifique, en construisant un format de valorisation à part – à mi-chemin entre l'immobilier et les actions cotées.

Cette information existe déjà. Le marché secondaire, les marchés privés et autres activités créent un référentiel partiel de valorisation. Le tiers de valorisation imposé par la Directive AIFM y contribuera aussi. Cependant, les données réelles viennent d'ailleurs. Les déposataires sont la source d'information effective, anonyme et systématique des flux ; c'est à cette source qu'il convient de puiser les données pour organiser une vision claire et systématique de l'activité et de la performance du *private equity*. Les fonds de fonds

et *gatekeepers*[7] sont une autre source importante pouvant structurer cette information.

Des initiatives académiques ont déjà été lancées pour structurer cet effort. Elles garantissent la fiabilité, le caractère scientifique et systématique de l'approche pour créer une source d'information. Cela ne signifie pas qu'il y aura communication de données individuelles, mais qu'il est possible de garantir la qualité de l'information agrégée. La classe d'actifs sera mieux comprise par les tiers. Des *benchmarks* fiables et sans biais vont émerger.

RÉDUIRE LA PERCEPTION DU RISQUE

Surtout, l'information va changer la nature du profil de rendement/risque du *private equity*. Dans ce sens, si la perception des rendements a bien évolué à travers le temps, le risque supporté demeure largement inconnu. En freinant l'accès à l'information, les gérants réduisent de fait leurs perspectives de levée de fonds, en réduisant l'attractivité de leur classe d'actifs. La révision du risque associé au *private equity* le rendra moins coûteux en termes de capital immobilisé pour les institutions.

Le pire cas de figure serait un manque d'action. L'exemple le plus clair est celui des fonds de fonds qui ont vu leur attractivité décroître du fait de leur incapacité à agir pour faire reconnaître leurs vertus en termes de réduction de risque au regard des Accords de Bâle II et de la Directive Solvabilité 2. Les coûts que représentent les fonds de fonds ne sont pas compensés par un traitement privilégié en termes de solvabilité, ce qui a conduit à les marginaliser. ■

[7] Conseil spécialisé qui assiste les investisseurs institutionnels dans leur décision d'allocation.

RB
LIBRAIRIE

Nouveau



Les entreprises d'assurance regroupent les sociétés régies par le Livre III du code des assurances.

En raison de l'activité singulière que déploient ces entités, leur constitution, leur fonctionnement ainsi que leur disparition obéissent à un corps spécial de règles. Le présent ouvrage expose et analyse ce droit propre aux entreprises d'assurance sous plusieurs angles : la forme sociale ; l'objet social ; l'agrément administratif ; le régime financier ; la modification structurelle ; le contrôle interne ; le contrôle externe. Le droit des entreprises d'assurance a longtemps été considéré comme un pan marginal du droit des assurances. Il en constitue pourtant un volet essentiel auquel la réforme européenne « Solvabilité II » imprime de surcroît un profond renouveau. Cet ouvrage propose ainsi de découvrir ou d'approfondir le droit tant positif que prospectif des entreprises d'assurance.

DROIT DES ENTREPRISES D'ASSURANCE
Pierre-Grégoire Marly et Vincent Ruol
50 €

Commander cet ouvrage sur Internet :
revuebanquelibrairie.com

RB
REVUE BANQUE

fr Presse · Séminaires · Édition · Librairie