

# Fonds de fonds de private equity: prochaines victimes sur les marchés

Les difficultés économiques ont exposé les faiblesses de fonds de LBO renommés qui avaient construit leur performance essentiellement sur l'effet de levier.

CYRIL DEMARIA

Les fonds de fonds de private equity pourraient bien être les prochaines victimes silencieuses de la crise financière. La Suisse en serait fortement affectée, car selon la Swiss Corporate Finance and Private Equity Association (SECA), elle regroupe environ 25% des gérants mondiaux de fonds de fonds de private equity. L'industrie du fonds de fonds s'est fortement diversifiée. Un des leaders mondiaux, Partners Group, établi à Baar près de Zoug, a d'ailleurs lancé des produits dédiés au non cotés en immobilier, dette et infrastructure. Il a suivi en cela le développement des «private equity houses» comme aiment à s'appeler les géants du LBO américains Blackstone et KKR. Néanmoins, tout comme ces derniers, le colosse suisse coté «des marchés privés» devra affronter le creux de la vague.

Selon une étude IESE/BCG de 2008 (Heino Meerkatt, Heinrich Liechtenstein, «Get Ready for the Private Equity Shakeout», 11 pages, Déc. 2008), les sociétés de gestion de private equity vont devoir se concentrer: entre 20 et 40% des sociétés de gestion de LBO seraient appelées à disparaître entre 2009 et 2012. Il est fort probable que les fonds de fonds en soient non seulement les témoins, mais

MOTIVATIONS D'INVESTISSEMENT DANS LE PRIVATE EQUITY						
	Benelux	France	Allemagne-Autriche	Pays nordiques	Suisse	Royaume-Uni Europe
<b>Rendement élevé</b>	42%	80%	45%	88%	30%	48%
<b>Faible corrélation avec les autres classes d'actif</b>	50%	20%	45%	12%	60%	48%
<b>Faible volatilité</b>	0%	0%	10%	0%	10%	0%
<b>Mauvaises perspectives sur le marché actions</b>	8%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>Autres</b>	0%	0%	0%	0%	0%	4%

JPMorgan Asset Management, 2007.

aussi les acteurs. Signe des temps, Pantheon Ventures, un opérateur majeur du fonds de fonds en private equity, acheté par Russell Investment Group en 2003, vient d'être revendu en février à AMG pour 775 millions de dollars. Capital Dynamics, basé à Zoug, avait racheté en 2009 l'américain HRJ Capital, un gérant en perdition. Parallèlement, Horizon 21, basé à Pfäffikon (Schwyz) ne liste plus le private equity comme activité d'investissement sur son site Internet et n'est plus membre de la SECA.

Les fonds de fonds vont devoir se réformer en profondeur. Ils vendaient jusqu'à présent une capacité à diversifier le risque des investisseurs et à sélectionner les meilleurs gérants. Leurs promesses sont prises en défaut sur les

deux plans. Si leur activité diversifiait réellement le risque, le traitement prudentiel pour les banques et les assureurs serait reflété dans les Accords de Bâle II/III et la directive Solvabilité II. Il n'en est rien: ces outils sont traités de la même manière que les fonds directs de private equity.

Si leur aptitude à sélectionner les meilleurs gérants était réelle, cela se refléterait dans leur performance. Or, la très grande majorité des gérants de fonds de fonds n'ont pas annoncé de levées de fonds depuis 2007. Le suisse Adveq n'a pas levé de fonds majeur depuis les quatre levés 2006 (à l'exception d'un en 2008). Ceci signifie que leurs performances décevantes ne sont pas aptes à susciter l'appétit des investisseurs. Le fait est que la plupart des fonds

de fonds investissent dans des fonds gérés par des structures dotées d'un fort effet de marque - selon le principe que l'«on ne peut être blâmé pour avoir investi dans IBM». Non seulement les performances des fonds de fonds sont médiocres, mais l'impact de leurs frais de gestion (entre 0,8 et 1,5% par an) et de leur commission de performance (10% des profits générés) dégradent fortement les performances des produits.

Les investisseurs ont donc réagi. Pour eux, investir dans le private equity est essentiellement lié à une volonté d'accroître leurs rendements (et non de diversifier leur risque) comme cela a été rappelé dans une étude de JP Morgan de décembre 2007.

Un nombre croissant d'investisseurs institutionnels recrute des

consultants, payés au budget et chargés de présenter des fonds susceptibles de correspondre à leur stratégie d'investissement. Il est désormais possible de construire de tels programmes pour des sommes de 25 à 50 millions de francs et au-delà. Pas de carried interest, ni de management fees pour ces consultants (gatekeepers) qui sont par ailleurs désormais surveillés de près aux Etats-Unis du fait des scandales liés aux intermédiaires - que ce soient les agents de placement de fonds ou les consultants des caisses de retraites.

La prochaine étape consistera probablement à pousser les gérants de fonds directs eux-même vers ce type de rémunération. La pression augmente et de nombreux gérants offrent à leurs plus gros investisseurs la possibilité de co-investir directement dans des sociétés de portefeuille, pour réduire l'impact de leurs frais par franc investi. La machine du changement est en marche en private equity: les gérants de fonds de fonds sont-ils en mesure de s'y adapter? ■

LES FONDS DE FONDS VONT DEVOIR SE RÉFORMER EN PROFONDEUR.

## Le diktat du dollar sur le prix de l'or

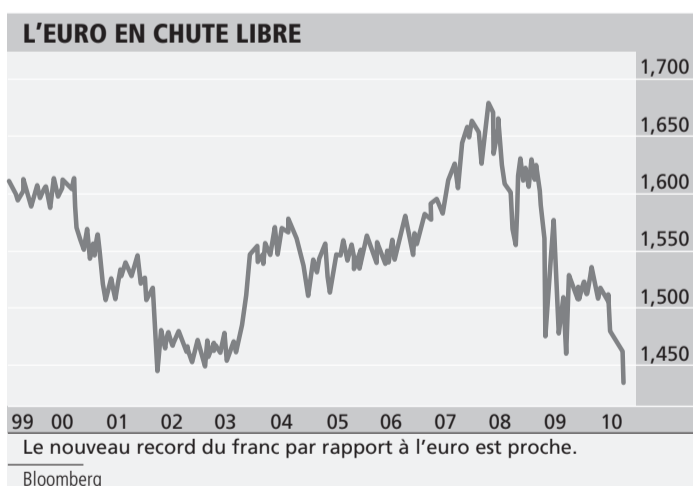
Les cours de l'or ont suivi en sens inverse les variations du dollar, esquissant une hausse jusqu'à mercredi avant de céder tous leurs gains vendredi. Les cours de l'or sont fortement corrélés à la valeur de la devise américaine: l'affaiblissement du dollar incite les investisseurs à acheter du métal jaune, bouclier traditionnel contre l'inflation. L'or a ainsi grimpé jusqu'à 1.133 dollar l'once mercredi, jour où le dollar tombait à 1,3818 dollar pour un euro, un plus bas depuis début février. Quand la tendance s'est retournée, l'or a effacé tous ses gains, baissant jusqu'à 1.104 dollars vendredi. Toutefois, «les prix de l'or se sont montrés assez résistants face au renforcement du dollar: depuis son niveau le plus faible de début janvier, le dollar a gagné 6% face à l'euro, tandis que les cours de l'or n'ont perdu qu'à peine 1%», constatait Suki Cooper, de Barclays Capital. Malgré l'effet négatif du dollar sur les prix de l'or, l'intérêt des investisseurs pour le métal jaune est resté robuste, ajoutait l'analyste, notant que «les investissements dans les fonds cotés ETF sur le London Bullion Market, l'once d'or a fini à 1.105 dollars vendredi au fixing du soir, contre 1.106,25 dollars vendredi dernier. ■

L'OR A GRIMPÉ JUSQU'À 1.133 DOLLAR L'ONCE MERCREDI. JOUR OÙ LE DOLLAR TOMBAIT À 1,3818 DOLLAR POUR UN EURO.

## Le franc renoue avec ses records historiques

**DEVISES.** La BNS ne défend plus la parité à 1,50. Une manière de dire que le risque de déflation s'est réduit?

Contrairement aux banques centrales qui doivent défendre une monnaie en chute libre et sont confrontées à la limitation de leurs réserves de change, la Banque nationale devrait pouvoir recourir sans restriction à la création de liquidités. Si ce n'est qu'à terme, émettre de la monnaie génère un risque inflationniste. On peut imaginer que la BNS a décidé que le danger de déflation (motivation première à intervenir) s'est estompé. La nouvelle projection d'inflation à 2,75% au quatrième trimestre 2012 va d'ailleurs dans ce sens. De même que les exportations - dont les chiffres publiés jeudi montrent une certaine amélioration - peuvent supporter une appréciation de la monnaie. En d'autres termes, que les variations du franc ne sont plus dangereuses. C'est partiellement vrai, selon Bruno Jacquier, pour qui, la BNS n'hésitera pas à inonder le marché si la parité atteint 1,35 franc pour un euro par exemple. En outre, le changement de président pourrait avoir



une incidence. «La passation de pouvoir entre Jean-Pierre Roth et Philipp Hildebrand n'a jamais été comprise comme une rupture dans la politique monétaire, mais le nouveau président devra montrer ses intentions et ses compétences au marché. Ce, même si ce dernier ne les met pas véritablement en doute». Une autre explication de cette réserve de la banque centrale peut provenir du fait qu'elle souhaite surprendre à nouveau les marchés. Ces derniers anticipent désormais les décisions, elle pourrait donc attendre avant de réagir.

Quoiqu'il en soit, «cette mesure correspond à des périodes extrêmes, il est donc logique qu'elle dis-

paraisse lorsque la situation se stabilise», considère de son côté Beat Siegenthaler, stratège à UBS. Et le discours de Jean-Pierre Dantone, son premier en tant que membre du directoire de la BNS, prononcé jeudi a justement été interprété comme un abandon progressif des interventions. Pour Marc Spaelti, risk manager chez Dukascopy, il aura l'effet de libérer le cours du franc: si l'appréciation a été mesurée depuis le début du mois de mars c'est parce que les marchés craignaient encore que la banque centrale se manifeste. Dès le moment où ils seront convaincus du contraire, on peut imaginer que le franc s'appréciera encore davantage. (MF)

## Le pétrole a terminé la semaine en net recul

Le marché a réagi négativement au relèvement surprise des taux directeurs en Inde où l'inflation s'est accélérée.

Les prix du pétrole se sont nettement repliés vendredi à New York, le baril faisant même une brève incursion sous 80 dollars, pénalisé, comme la veille, par le raffermissement de la monnaie américaine.

Sur le New York Mercantile Exchange (Nymex), le baril de «light sweet crude» pour livraison en avril a terminé à 80,68 dollars, en recul de 1,52 dollar par rapport à la veille.

A Londres, sur l'InterContinentalExchange, le baril de Brent a échoué à 79,88 dollars. Il est même descendu sous le seuil des 80 dollars en séance.

«La situation de la Grèce bénéficie au dollar au détriment de l'euro et de la livre sterling, ce qui pèse sur les prix», a expliqué Mike Fitzpatrick, de MF Global.

Le raffermissement de la monnaie américaine pèse sur les prix des matières premières libellés en dollars, rognant sur le pouvoir

d'achat des investisseurs munis d'autres devises.

Les monnaies européennes ont souffert des incertitudes sur un éventuel plan d'aide à la Grèce, sur lequel les différentes parties ne parviennent pas à s'accorder, et qui pourrait s'attaquer aux difficultés budgétaires du pays.

Les prix du pétrole avaient déjà reculé la veille sous l'effet d'un dollar plus fort, mais aussi de prises de bénéfices.

«On a été en hausse toute la semaine. Ce n'est probablement pas une mauvaise idée d'emporter quelques gains avant le week-end, avec le projet de loi sur la réforme du système de santé (aux Etats-Unis) et la question de la Grèce en suspens», a estimé Mike Fitzpatrick.

Le marché a par ailleurs réagi négativement au relèvement surprise des taux directeurs en Inde, où l'inflation s'est accélérée, a souligné John Kilduff, de Round Earth Capital: le baril a accru ses pertes au moment de l'annonce. «Cela devient une tendance: l'Inde, la Chine auparavant», a rappelé l'analyste, faisant référence aux velléités chinoises d'éviter une surchauffe de son économie.

Les deux pays «sont des centres de consommation pour les matières premières et l'énergie. S'ils

continuent de prendre ce genre de décision pour ralentir leur économie et combattre une inflation indésirable, alors certains rebonds récents sur les marchés de l'énergie et du pétrole vont être effacés, sur fond de perspectives pour la demande soudainement revues en baisse», a observé John Kilduff. Pour Mike Fitzpatrick, le marché a montré une nouvelle fois son «incapacité à générer un élan autour des 80 ou 82 dollars».

«La vapeur semble alors se dissiper et les ventes commencent», a rapporté l'analyste.

Dans le reste de l'actualité, la compagnie pétrolière nationale du Mexique, Pemex, a recensé de nouvelles réserves estimées à plus de deux milliards de barils de brut dans deux gisements du golfe du Mexique découverts ces deux dernières années. Le Venezuela avait auparavant indiqué que ses réserves prouvées ont augmenté de 23%. «C'est une mauvaise journée pour les théoriciens du pic pétrolier», a commenté John Kilduff. ■

PEMEX A RECENSÉ DE NOUVELLES RÉSERVES ESTIMÉES À PLUS DE DEUX MILLIARDS DE BARILS DE BRUT.