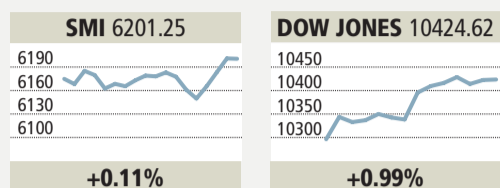


L'AGEFI

QUOTIDIEN DE L'AGENCE ÉCONOMIQUE ET FINANCIÈRE À GENÈVE

TESTS BANCAIRES DIVERSEMENT ACCUEILLIS
Les marchés ont-ils intégré l'ensemble des doutes? **PAGE 18**

JA-PP/JOURNAL — CASE POSTALE 5031 — CH-1002 LAUSANNE



COUP DE THÉÂTRE DANS LE CONFLIT GSMN

Les deux parties trouvent un accord

PAGE 5

10.000 POSTES DE TRAVAIL ÉQUIPÉS
UBS renouvelle son mobilier

PAGE 3

GESTION QUANTITATIVE DE PORTEFEUILLE
Nouvelle formation à Genève

PAGE 4

JOSEPH YAM PRESENTI AU CONSEIL D'UBS
Le must financier à Hong Kong

PAGE 3

VOUMARD MACHINES À HAUTERIVE
Nouveaux scénarios évoqués

PAGE 5

APRÈS DES ANNÉES D'IMPRESSIONS FAUSSES
Le modèle Calida-Aubade validé

PAGE 6

LA POSTE VEUT FAVORISER L'INNOVATION
Treize millions d'incitation

PAGE 3

RÉDUCTION DES RISQUES OPÉRATIONNELS
MIT lance son nouveau logiciel

PAGE 4

Le partenaire change de statut



ANDRÉ KUDELSKI. «Le fait d'être les seuls décideurs pour Open TV nous permet d'établir une stratégie de plus long terme». Nouveaux projets en cours.

Discret et plutôt laborieux dans son processus d'acquisition de l'entier du capital d'Open TV l'année dernière, le groupe Kudelski paraît aujourd'hui plus communicatif. Ses dirigeants évoquent volontiers les implications pour le modèle du groupe d'une migration stratégique d'importance. Kudelski change de statut. Son rôle de fournisseur de technologies spécialisées évolue vers celui de partenaire global présent tout au long de la chaîne de la télévision numérique. Un positionnement plus en aval qui devrait lui permettre de bénéficier d'une meilleure perception de l'évolution des besoins futurs de ses clients. Quatre mois après la finalisation officielle de d'une opération financière de quelque 150 millions de dollars, Kudelski indique que l'intégration opérationnelle des activités de la société américaine (logiciels intermédiaires et interface utilisateur) est achevée. L'organigramme est posé et les nouvelles fonctions de chacun sont définies. Le groupe n'a d'ailleurs pas tardé à lancer des projets concrets, afin de pouvoir proposer très vite une nouvelle gamme de produits intégrés. La personnalisation des contenus et la diffusion de publicité ciblée demeurent les premiers enjeux stratégiques. **PAGE 5**

La révolution hospitalière se prépare dans la discrétion

Les professionnels et politiciens n'ont plus beaucoup de temps pour anticiper le financement lié aux prestations.

PIERRE BESSARD

Les hôpitaux sont à juste titre dans la ligne de mire de la politique de la santé: ils représentent plus de 35% des coûts totaux, soit quelque 3300 francs par an et par habitant. Ils constituent la principale influence sur l'ensemble des coûts du système. Or, dès 2012, un nouveau mode de financement entre en vigueur, avec des conséquences encore sous-estimées sur la structure du secteur hospitalier.

L'introduction d'un modèle uniforme de forfaits par cas au niveau national doit rendre les prestations des hôpitaux plus transparentes et comparables. La concurrence entre les sites augmentera. En abandonnant la planification des infrastructures et des lits, la politique se promet des économies substantielles. Actuellement, les hôpitaux ne sont pas directement responsables de leur gestion financière: 43% des coûts sont couverts de façon

quasi-automatique par les assurances sociales et 17% par les collectivités publiques (souvent sous la forme de garanties de déficit); les assurances et les ménages privés se chargent des 40% restants. L'inefficacité des hôpitaux est un fait établi: plusieurs études révèlent des économies d'échelle inexploitées considérables, qui peuvent représenter jusqu'à 12% des coûts. Toutes les estimations font état de surcapacités, notamment en raison d'une spécialisation in-

suffisante. L'ancien directeur de l'Office fédéral de la santé publique, Thomas Zeltner, a certes proposé de supprimer un tiers des structures existantes dans un effort de rationalisation, mais les simulations économiques indiquent que 40 à 50 hôpitaux de soins généraux suffiraient (contre 129 aujourd'hui). Le nouveau financement lié aux prestations doit permettre d'aller tendanciellement dans cette direction. **SUITE PAGE 7**

BELLEVUE GROUP DÉPENDANT DES MARCHÉS

Les deux faces d'un modèle de patience

MARTIN BISANG. Le président exécutif a donné à cette institution basée à Küsnacht une dimension entrepreneuriale qui comporte un levier opérationnel relativement important à moyen terme. **PAGE 3**



Nouvel étage pour presque rien

Les auteurs des projets de directive européenne AIFM essaient de rapprocher les différentes versions en circulation. Mais le contenu de certaines clauses continue de poser problème. Le cas du tiers de valorisation est emblématique.

CYRIL DEMARIA

Entre agence de notation et auditeur, le positionnement du tiers de valorisation du projet de Directive européenne relative aux gérants de fonds alternatifs (AIFM) reste vague. Les autorités européennes ont choisi de ne pas toucher aux méthodes d'évaluation des fonds proprement dites, mais de demander à un tiers de se prononcer. Or, les modalités demeurent nébuleuses et la légitimité du tiers risque d'être remise en question. Tout d'abord, ce tiers aura nécessairement une connaissance moins fine que le gérant des participations du fonds. Comme il a peu de chance d'être d'emblée d'accord avec le gérant sur une valorisation, des compromis devront être faits et il est probable que l'asymétrie d'information joue en faveur du gérant. Le rôle du tiers va de facto être réduit à une obligation de moyen: il se bornera à vérifier que la méthode est appliquée de manière cohérente et uniforme – pas que la méthode est juste. Les conséquences juridiques sont en effet bien trop importantes pour qu'un tiers assume la responsabilité de valoriser un portefeuille où seul le gérant est capable de faire une analyse un tant soit peu fondée. D'emblée un des objectifs de cette mesure est mis à mal. Ensuite, le tiers ne résoudra par exemple pas le problème

des inadéquations de valorisation d'une même participation d'un fonds à l'autre. Ce serait pourtant un des objectifs élémentaires de son action. Sauf à ce qu'il soit tiers de valorisation commun à ces différents fonds, comment pourrait-il y parvenir? Les méthodes de valorisation elles-mêmes sont sujettes à interprétation. Pourtant, la question de la valorisation des portefeuilles des fonds de private equity aurait mérité d'être approfondie. En effet, la valeur liquidative des fonds est calculée par les gérants. Cette valeur sert d'une part d'assiette de calcul de la rémunération des gérants en période de désinvestissement. Elle sert d'autre part à communiquer une performance approchée tant que le portefeuille n'est pas liquidé. Cette performance sert à lever les fonds ultérieurs. L'enjeu de ces valeurs intermédiaires est donc doublement déterminant. C'est ce qui explique qu'au terme d'un intense lobbying, les gérants de fonds de mega et large LBO sont parvenus à infléchir les méthodes de calcul retenues par les associations professionnelles (telles que l'EVCA et la SECA). Depuis 2007, la méthode de valorisation est en effet passée de celle dite du coût historique à celle d'équivalent de valeur de marché (fair market value). La méthode abandonnée était avant tout basée sur la prudence: les lignes de portefeuille devaient être valorisées à leur coût historique sauf événement notable (nouvelle valorisation par un investisseur ou mauvaises performances). La nouvelle méthode établit que le portefeuille d'un fonds de private equity s'évalue en fonction de l'évolution de ses comparables sur le marché. Cette méthode a démontré tout le risque que cela implique lorsque le marché chute fortement... et son inadéquation pour valoriser les portefeuilles des fonds de redressement

d'entreprise ou de capital-risque. Les autorités européennes ont donc fait choux blanc à tous les étages. Tout d'abord, sur la question de la transparence de la valorisation, elles ont botté en touche avec ce tiers de valorisation. Les Etats-Unis affrontent la question régulièrement depuis un arrêt CalPERS versus San José Mercury News en 2004 sans avoir trouvé de réponse satisfaisante, mais au moins le sujet est-il débattu. Ensuite, elles ont continué à ignorer superbement ce qui était pourtant une des clés de la crise de 2007-2009: la liquidité. Le fait que les portefeuilles de private equity soient par nature illiquide aurait dû les inciter à reprendre leur copie pour accorder un traitement plus favorable, car moins sujet à volatilité, de la valorisation du portefeuille. De fait, ce tiers est un surcoût sans bénéfice évident. Dans la mesure où il s'agira de certifier un processus qu'un résultat, cette disposition incitera les gérants à recourir à investir dans des logiciels. Ils présentent l'avantage d'être certifiables, d'avoir un coût maîtrisé et d'être conformes aux directives des associations professionnelles. Cela crée néanmoins un facteur de risque opérationnel supplémentaire. Ce n'est donc pas le moindre des paradoxes de cette directive que de créer un intervenant inutile, coûteux et source de risques. Cette création soulève des incertitudes futures quant à la lecture des performances des fonds; génère un facteur de risque opérationnel supplémentaire (et donc un coût prudentiel); augmente les coûts de fonctionnement en période budgétaire contrainte et donc in fine force les acteurs à la concentration. Or, ce sont les petites structures de private equity qui sont les plus performantes et dont l'alignement d'intérêt avec les investisseurs est le plus fort. ■



9 771421 948004 10030