

Secondaire en private equity: pas de répit

Pyramide financière ou signe d'une transition vers un autre modèle économique?

CYRIL DEMARIA

Coup sur coup, pas moins de quatre LBO secondaires ont été annoncés en août (B & B Hotels, Histoire d'Or, Marc Orian et TeamSystem). La période estivale ne connaît donc pas de répit dans le petit monde du private equity. Il est vrai que les enjeux sont de taille: soit les gérants déploient le capital qu'ils ont levé, soit ils réduisent la taille de leur fonds en annulant une partie des engagements signés par leurs souscripteurs. A l'évidence, la première solution est privilégiée. Ceci soulève quelques interrogations quant aux motivations qui sous-tendent cet appétit soudain pour les participations d'autres fonds. La logique de certaines équipes est de déployer le capital pour percevoir la totalité des frais de gestion (management fees) calculés sur la taille des fonds, quitte à mettre de côté l'idée de percevoir une commission de surperformance (carried interest). En effet, le coût de la dette de LBO demeure important. Par ailleurs, les prix des participations changeant de mains demeure élevé. Enfin, le prorata de capital exigé pour structurer les opérations de

LBO a significativement augmenté. Cela signifie que la performance sera probablement médiocre, voire négative. L'intérêt des équipes est donc de percevoir les frais de gestion sur le capital investi, ainsi que les frais de transaction et les autres frais facturés une fois l'investissement réalisé jusqu'à ce qu'il soit à son tour cédé. Cela ne contente pas les souscripteurs, qui voient des investissements changer de fonds sans nécessairement sortir du monde du private equity. Pour peu que les souscripteurs aient des participations dans le fonds cédant et dans le fonds acheteur, le résultat net de l'opération est négatif - c'est en tout cas le bilan généralement dressé. Toutefois, il convient de balancer cette analyse par quelques constats. Le premier est que les souscripteurs de fonds de private equity sont souvent investisseurs sur les marchés cotés. Cela signifie que lorsqu'une participation sort d'un portefeuille pour être cotée ou rachetée par une société cotée, elle peut se retrouver de fait à nouveau dans le portefeuille du souscripteur en question. Ensuite, dans un contexte de dette coûteuse, il est probable que les

fonds de LBO acquéreurs aient des projets de développement de leur société de participation. En effet, la logique veut que chaque LBO corresponde à un projet industriel précis (acquisitions, restructurations, internationalisation, etc.). Il est donc parfaitement envisageable qu'une fois l'une de ces opérations effectuée, la société se concentre sur un autre objectif et qu'elle soit accompagnée par un fonds de LBO dans ce cadre. Enfin, une équipe qui ne déploierait du capital que pour accumuler des frais de gestion aurait une singulière vision à court terme. En effet, c'est le track record qui lui permettra de lever les prochains fonds, et la performance des investissements actuels sera d'autant plus surveillée que ces opérations sont emblématiques de la sortie de crise. C'est à l'aune de ces opérations secondaires que les gérants seront classés comme opérateurs de pyramides financières à la Madoff, ou bien qu'il feront la preuve que le private equity a bel et bien émergé comme une classe d'actifs à part entière prouvant son aptitude à créer de la valeur - ce qui est un des sujets les plus débattus à l'heure actuelle. ■

Pétrole: quatrième séance de baisse consécutive

Les prix du pétrole ont baissé pour la quatrième séance d'affilée vendredi à New York, sur un marché toujours inquiet du ralentissement du rythme de la reprise économique et de ses conséquences sur la consommation d'or noir. Sur le New York Mercantile Exchange (Nymex), le baril de «light sweet crude» pour livraison en septembre a terminé à 75,39 dollars, en recul de 35 cents par rapport à la veille. Il accumule désormais une perte de plus de six dollars, soit 7,5%, sur les quatre dernières séances. A Londres, sur l'Intercontinental-Exchange, le baril de Brent de la mer du Nord à échéance identique a perdu 29 cents, à 75,11 dollars. «Le marché est très calme, c'est la continuation du mouvement de baisse qui s'est poursuivi une grande partie de la semaine, depuis que les cours sont retombés à 80 dollars», a observé Tom Benz, de BNP Paribas. «C'est toujours la même chose: des indicateurs économiques décevants, une faible demande de pétrole, et des stocks qui progressent», a-t-il ajouté. «Le marché ne montre aucun signe de soutien». Selon l'analyste, les indicateurs du jour aux Etats-Unis «n'ont pas aidé non plus, on reste donc sous pression». Même globalement sans surprise, ils ont en effet confirmé ce que la banque cen-

trale a affirmé mardi, jetant un froid sur les marchés financiers: la reprise économique ralentit aux Etats-Unis. L'indice de la confiance des consommateurs américains mesuré par l'Université du Michigan a un peu rebondi en août, mais moins qu'espéré. Les ventes de détail et les prix à la consommation sont eux remontés après plusieurs mois de baisse, mais très faiblement. «Cela va être dur de revenir (après la chute de ces dernières séances, ndlr). La semaine a été difficile pour les partisans de la hausse sur le marché du pétrole», a concédé Phil Flynn, de PFG Best Research. «La Réserve fédérale nous a rappelé que l'économie était en difficulté, les indicateurs économiques (aux Etats-Unis, ndlr) n'ont globalement pas été encourageants et ceux en provenance de Chine ont été mitigés», a-t-il expliqué. En début de journée, les cours s'étaient brièvement repris à l'annonce d'une croissance de 1% en zone euro au deuxième trimestre, une performance plus vue dans la région depuis quatre ans, et meilleure qu'attendu. Mais ce chiffre masque des disparités importantes entre les pays de la zone, entre l'Allemagne, qui a connu sa meilleure croissance (+2,2%) depuis la Réunification en 1990, et la Grèce (-1,5%), l'Espagne (+0,2%). ■

L'IPO de General Motors retardée

L'enregistrement de l'introduction en Bourse de General Motors auprès des autorités boursières a été retardée en raison de l'annonce surprise du départ de l'actuel PDG, Ed Whitacre, au premier septembre, affirme vendredi la chaîne CNBC. Cette chaîne financière ainsi que d'autres médias américains comme le New York Times avaient indiqué, citant des sources proches du dossier, que le dépôt du projet d'introduction en Bourse (IPO) auprès des autorités boursières américaines aurait lieu vendredi. Il est à présent attendu «la semaine prochaine», a ajouté la chaîne financière, affirmant qu'il avait été «retardé par le changement de PDG». En publiant ses résultats trimestriels jeudi, le constructeur automobile américain a en effet annoncé le départ inattendu de M. Whitacre, qui quittera le poste de directeur général au 1^{er} septembre puis celui de président du conseil d'administration fin 2010. Il sera remplacé dans les deux cas par Dan Akerson, administrateur du groupe choisi comme M. Whitacre par l'administration Obama à l'issue de la sortie de faillite de GM en juillet 2009. Ce changement de direction de GM a surpris au moment où celui-ci prépare son retour en Bourse. ■

QUESTION SUR L'OPTION COUVERTE DE LA SEMAINE

Anticipez un placement pour une assurance-vie

A fin décembre de cette année, j'ai une assurance-vie de 60.000 francs qui échoit. J'aimerais placer cette somme, notamment sur le titre Nestlé qui annonce d'excellents chiffres. Ai-je les moyens d'anticiper cet investissement par l'option couverte?

MARTIAL DISERENS*

Il est vrai que l'action Nestlé, 52,60 francs aujourd'hui, annonce des chiffres réguliers et encourageants pour un investisseur. Vous désirez donc placer sur cette valeur, votre capital tombe en décembre et répondez oui à votre question, vous avez les moyens d'anticiper cet investissement. Tout d'abord, mettez votre police-vie en garantie dans votre banque et faites-vous ouvrir un crédit de 60.000 francs. Suite à cela, et tenant compte d'un optimisme certain sur Nestlé, je vous propose deux opérations de ventes de «puts»: La première est la vente en «opening» de 10 puts Nestlé, échéance

décembre 2010, base 56 francs à 4,30 francs. Votre encaissement immédiat est de 4.300 francs bruts, 7,68% sur 4 mois et 23,04% annualisés. Dans cet exemple, vous constatez qu'en cas d'assignation (devoir acheter) à 56 francs en décembre ou avant en tout temps, votre prix de revient s'abaisserait à 51,70 francs bruts (56 - 4,30). La deuxième est la vente de 10 puts Nestlé, échéance mars 2011, base 54 francs à 3,70 francs par action, 3.700 francs bruts d'encaissement, 6,86% sur 7 mois et 11,76% reportés à l'année. En cas d'assignation pour ce modèle, vous abaisseriez votre prix de revient à 50,30 francs (54 - 3,70). Dans les deux cas, les opérations se font «out of the money», c'est-

à-dire que le prix du jour est inférieur au prix de base (strike) choisi, ce qui ne vous met pas en danger de découvert car le crédit ouvert initialement vous procurerait les cash nécessaires à l'éventuel achat des titres.

En conclusion, en proposant de telles suggestions, j'espère au fond que vous vous fassiez assigner, afin de posséder les titres à moindre coût et de bénéficier du dividende d'avril prochain de Nestlé. Les cours ont été relevés le 13 août à 9h25

*Gérant de fortune indépendant. Spécialiste en options couvertes, membre de l'ASG. Tel 021/7843922 ou martialdiserens@hotmail.com.

Posez vos questions par mail ou téléphone sur les options couvertes, l'auteur y répond dans l'édition du lundi de L'Agefi.

CAIRN INDIA: la participation de Vedanta pourrait atteindre 8,5 milliards

Le groupe minier indien Vedanta souhaiterait acquérir une participation majoritaire dans Cairn India, filiale indienne de la compagnie pétrolière et gazière britannique Cairn Energy, pour un montant qui pourrait atteindre 8,5 milliards de dollars, selon Press Trust of India. L'accord pourrait être annoncé dans deux jours, a affirmé vendredi l'agence de presse indienne, en citant deux sources proches des négociations.

AGBANK: montant record pour l'IPO

La banque chinoise Agricultural Bank of China (AGBank) a réalisé la plus grosse introduction en Bourse mondiale, après avoir exercé la totalité de son option de surallocation à Shanghai, portant le produit total de son IPO à 22,1 milliards de dollars, selon l'agence de presse Dow Jones Newswires. Le précédent record était détenu par Industrial and Commercial Bank of China, avec 21,9 milliards de dollars.





Philippe Jabre
«It's a dream market for a stock picker. It's great»



Jean-Claude Biver
«Je suis paresseux»



Marc Faber
«Governments will print more money before they'll default»



Me Paolo Bernasconi
«Certains parlent de sauver le secret bancaire. Il faut avant tout sauver l'Etat de droit»



Ralph Acampora
«Market turmoil is creating another major buying opportunity»

le salon des gérants indépendants

15 et 16 septembre 2010
au BFM à Genève

Troisième édition du salon invest, le rendez-vous incontournable de la gestion de patrimoines

Unique salon dédié aux gérants indépendants, **invest'10** propose aux prestataires de services et de produits financiers de venir à la rencontre d'une communauté financière en forte croissance

Conférences, tables rondes, stands et espaces de réseautage : un programme sur mesure pour qu'**invest'10** soit un lieu d'échange privilégié entre partenaires de gestion

Pour tout contact
François Fragnière T +41 22 591 22 66 francois@eir.ch

www.invest10.ch