

Le Portugal optimiste

PRIVATISATION.

Le gouvernement espère encaisser plus de 885 millions d'euros grâce à la privatisation de 7% de la compagnie pétrolière Galp Energia.

Le gouvernement portugais espère encaisser plus de 885 millions d'euros grâce à la privatisation de 7% de la compagnie pétrolière Galp Energia par le biais d'une émission d'obligations convertibles, a annoncé hier la holding publique Parpublica. L'opération, prévue autour du 28 septembre, est conduite par la Barclays bank, BNP Paribas et Caixa-Banco de Investimento, a indiqué Parpublica dans un communiqué aux marchés, précisant les conditions de l'émission, annoncée en début de matinée.

Les obligations convertibles en actions de Galp seront émises pour un montant global de 885,65 millions d'euros avec une maturité de sept ans et un taux d'intérêt annuel fixe de 5,25%, a précisé Parpublica.

Il s'agit de la cinquième phase de privatisation de la compagnie pétrolière portugaise, introduite en bourse en octobre 2006 à l'issue de la cession par l'Etat d'une participation de 23%. ■

Jouer la smart grid via un ETF suisse

ETP DAY. Nouveau moyen d'investir dans les réseaux électriques intelligents du futur.

Dix à cent fois plus important qu'Internet. La plus grande opportunité d'investissement du XXI^e siècle. Plus de cent milliards de dollars de chiffre d'affaires d'ici 2030. Les superlatifs manquent rarement quand il s'agit de décrire les perspectives attendues pour les smart grids à travers le monde.

Reste qu'il est dorénavant possible d'investir dans ces réseaux électriques intelligents du futur via un ETF, que Vontobel a présenté lors de l'Exchange Trading Product Day, organisé hier à Genève par SIX et Scoach.

Un réseau électrique intelligent, c'est la capacité à gérer l'approvisionnement en courant selon les besoins des consommateurs, la possibilité d'intégrer efficacement des énergies renouvelables sur le réseau. Grâce à des capteurs placés sur les voies de transmission et des compteurs électriques eux aussi intelligents.

Sauf que la réalité du moment est encore loin de ce déploiement de matière grise électrique. Le réseau américain, par exemple, brille surtout par sa vétusté et ses blackouts, qui ont progressé de plus de 120% au cours des vingt dernières an-

nées. Si l'on met de côté les effets collatéraux positifs comme les pics de naissances qu'ils entraînent, ces blackouts coûtent près de 150 milliards de dollars par an à l'économie américaine.

Pour répondre à la nécessaire amélioration quantitative et qualitative du réseau, un renouvellement complet des infrastructures doit être lancé, à un coût estimé à plusieurs dizaines de milliards de dollars. Avec à la clé, plus de 100 milliards de dollars de valeur créés chaque année d'ici dix ans. Selon McKinsey, l'amélioration de l'efficacité du réseau américain (réduction du voltage, monitoring etc) se traduira par plus de 60 milliards de bénéfices d'ici 2019 pour les entreprises impliquées dans ces secteurs.

Pas étonnant donc que Washington ait consacré une partie de son package de stimulus à la question. Une centaine de projets de smart grids devraient recevoir des subventions issues du fonds écologique de 3,4 milliards d'Obama. Dans l'Union européenne, l'adoption du troisième package de libéralisation de l'énergie favorise l'expansion du smart grid sur

le continent, avec notamment l'objectif d'équiper 80% des ménages de compteurs électriques «smart», qui ne nécessitent plus qu'un employé effectue le relevé manuellement et qui permettent au client d'adapter sa consommation en temps réel.

Vontobel a donc créé un certificat tracker sur un indice de 15 valeurs dont l'activité principale est liée aux smart grids. Autres critères pris en compte pour la constitution de cet indice : un leadership technologique, d'importants investissements prévus dans des smart grids, une capitalisation boursière de 200 millions de dollars ou une liquidité importante (volume de négoce journalier moyen d'au moins 300.000 dollars).

Fourni par un service provider allemand, l'indice est réajusté tous les six mois, pour tenir compte des entrées et sorties des entreprises actives dans les smart grids. La vétusté de l'infrastructure américaine et les investissements déjà en cours expliquent que les entreprises américaines sont omniprésentes dans l'indice (80% des titres). (SR)

Emission de dette à long terme possible

GRÈCE. Elle n'a plus émis que de la dette avec une maturité maximale de six mois depuis qu'elle a obtenu deux prêts d'un montant total de 110 milliards d'euros.



CAROLINE ATKINSON. Les Grecs pourraient revenir sur les marchés dans 12 à 18 mois.

Le Fonds monétaire international (FMI) a affirmé hier qu'il prévoyait que la Grèce serait de nouveau capable d'émettre de la dette à moyen et long terme fin 2011 ou début 2012. «D'après nos prévisions, les Grecs pourraient revenir sur les marchés dans 12 à 18 mois», a indiqué la directrice des relations extérieures du FMI, Caroline Atkinson. «Mais le programme économique qui accompagne le prêt à la Grèce leur permet de rester en dehors des marchés», a souligné M^{me} Atkinson. Depuis qu'elle a obtenu en mai un prêt de 30 milliards d'euros du Fonds, assorti d'un autre de 80 milliards de ses partenaires de la zone euro, la Grèce n'a plus émis que de la dette avec une maturité maximale de six mois.

Le Premier ministre grec Georges Papandréou avait déclaré en août dernier qu'il espérait que son pays reviendrait sur les marchés de la dette à moyen et long terme en 2011.

Dans un rapport sur l'avancée du programme économique de la Grèce, le FMI relevait toutefois: «les autorités n'ont pas de projet de retour sur le marché obligataire à moyen et long terme, à courte échéance». Lors de ce point de presse, la porte-parole du FMI s'est employée à relativiser les spéculations autour des pays les plus endettés de la zone euro. «Il n'y a pas eu de demande de soutien financier ni de demande particulière au FMI de la part de l'Irlande et du Portugal», a-t-elle indiqué. «Plus généralement, nous n'avons pas d'indication selon laquelle un certain nombre de pays en Europe, dans l'Union européenne dans son ensemble, auraient annoncé ou fait des avancées importantes en direction de mesures budgétaires qui entraîneraient une consolidation de leurs finances plus précoce que prévu», a rapporté M^{me} Atkinson. ■

SUITE DE LA PAGE UNE

Impossible consensus sur un benchmark

Par ailleurs, cet indice ne permet pas de faire un benchmark des fonds fermés dont les périodes d'investissement et de désinvestissement sont strictement définies par les règlements de fonds. Plutôt que d'utiliser ces indices, certains investisseurs ont appliqué une règle plus sommaire: ajouter entre 300 et 500 points de base à la performance des actions et en faire le benchmark du non coté. Cela sonne comme un aveu d'échec. De fait, la question des benchmarks en private equity ne peut être résolue de manière simple, car la liquidité des portefeuilles n'est pas immédiate: ces fonds investissent sur le moyen terme. Une analyse de performance doit le prendre en compte et disqualifie les indices cotés habituels. A ce titre, les analyses quantitatives manquent leur cible, comme l'a confirmé une étude de l'institut EDHEC Risk qui préconise la construction d'un indice à partir de la méthode «PME+», développée par Christophe Rouvinez à Zurich. Cet indice sélectionne des sociétés cotées et reconstruit un benchmark en fonction de la nature du portefeuille du fonds de private equity étudié. Si elle est chronophage et complexe, cette méthode a l'avantage d'être plus rigoureuse que les indices.

• L'école du benchmark déclaratif non coté

Le second groupe, plus fourni, est emmené par Thomson Reuters, et regroupe quelques acteurs spécialisés comme Preqin. Ces grou-

pes utilisent d'une part les données publiques, et d'autre part les données déclarées par les fonds de private equity pour construire leurs benchmarks. Cependant, ils sont affectés de deux maux.

Tout d'abord, ils sont construits sur la base d'informations déclaratives. Ces informations sont collectées sans que les méthodes qui les supportent ne soient nécessairement homogènes. Ensuite, seuls contribuent les fonds qui le souhaitent. Ces benchmarks sont généralement un reflet imparfait de ce qui se passe réellement dans le secteur du private equity.

Ensuite, pour un millésime (vintage) de fonds donné compte trop peu de fonds participants, il est possible que le benchmark n'existe tout simplement pas. C'est le cas pour les millésimes très anciens ou certains secteurs très spécialisés. Pour contrer cela, Thomson Reuters agrège par exemple les acteurs en grandes catégories (capital-risque, LBO et mezzanine uniquement) et en deux régions (Europe et Etats-Unis). Cela signifie donc qu'il est impossible de faire un benchmark de fonds de fonds asiatiques, de fonds de redressement d'entreprises en Suisse, ou bien de fonds de capital-risque biotechnologique en Israël.

Les benchmarks déclaratifs en private equity sont utilisés faute de mieux. Ils sont affectés de biais eux aussi, parfois compensés par certains effets statistiques. Ainsi, les fonds les moins performants mais aussi les fonds les plus performants ne communiquent pas

ou peu. D'une manière générale, les fonds les moins performants ne voient pas d'intérêt à communiquer des informations, car cela prend du temps, peut attirer l'attention sur eux et les mettre dans une situation difficile.

Les plus performants (comme Sequoia, en capital-risque aux Etats-Unis) ne veulent pas participer à un système qu'ils jugent contre-productif. En ne déclarant pas leur performance, ils laissent la moyenne «stagner» et donc apparaissent comme plus performants lorsque leur performance est comparée à celle déclarée par les autres.

Au final, la moyenne a donc tendance à refléter... la moyenne des performances puisque les extrêmes de la courbe statistique normale ne participent pas. Toutefois, l'analyse s'opère généralement par quartiles, ce qui signifie que les benchmarks des 25% les plus et les moins performants ne sont pas vraiment représentatifs de l'état du marché.

• L'école des benchmarks spécialisés agrégés

Face aux critiques nourries que les benchmarks déclaratifs ont reçues, certains acteurs se sont positionnés pour tenter de produire des chiffres calculés selon une méthode homogène et sur la base de données plus systématiques. C'est le cas de State Street, qui en tant qu'administrateur de fonds gère les flux de trésorerie des investisseurs et des fonds. Son indice général de performance du secteur présente l'avantage d'être directement issu des données objectives de transactions. Néanmoins, cet indice général n'est pas un benchmark détaillé directement exploitable. Cambridge Associates a produit des indices plus précis en distin-

quant notamment les fonds de capital-développement, ou encore les fonds énergie, de sciences de la vie, immobiliers non cotés, ou encore les fonds de fonds. Si le filtre géographique est encore perfectible, il distingue néanmoins l'Asie et les marchés émergents de l'Europe et des Etats-Unis. Néanmoins, du fait des obligations de confidentialité attachées à son statut d'intermédiaire, State Street n'offre pas un accès aux données elles-mêmes. Elles ne sont accessibles que sous un format pré-agrégé qui ne permet pas aux acteurs de réellement faire un benchmark précis de leurs investissements. Le chemin vers un benchmark en private equity satisfaisant est donc encore long. (CD)

LES BENCHMARKS DÉCLARATIFS EN PRIVATE EQUITY SONT UTILISÉS FAUTE DE MEILLEUR.

ILS SONT AFFECTÉS DE BIAIS PARFOIS COMPENSÉS PAR CERTAINS EFFETS STATISTIQUES.

Le biais des fonds survivants

Si les benchmark déclaratifs sont critiquables, ils sont paradoxalement peu exposés au risque de «survivor bias» (biais des fonds survivants). L'idée est que seuls les fonds affichant une performance minimum contribuent au benchmark, qui serait ainsi surestimé dans sa performance moyenne. Ceci n'affecte que marginalement le private equity, car les fonds les moins performants sont de petite taille. Les gérants attirant beaucoup de capitaux sont ceux ayant fait la preuve sur plusieurs fonds d'une certaine performance. Ensuite, les fonds les moins performants sont de fai-

bles contributeurs aux benchmarks déclaratifs. Leur disparition ne change pas fondamentalement l'interprétation des performances agrégées à travers le temps. Le fait que la quasi-totalité des fonds de private equity sont des fonds fermés créés pour dix ans signifie aussi qu'un fonds parmi les moins performants ne disparaîtra pas avant la fin de son exercice. Au pire, les souscripteurs changeront le gérant, mais le fonds ne sera probablement pas dissolu. Le private equity se distingue en cela des autres classes d'actifs que la durée du fonds est une donnée fondamentale de gestion. (CD)

Emprunt moins élevé que prévu

ALLEMAGNE. L'Etat va émettre nettement moins de dette que prévu initialement au vu d'une situation budgétaire meilleure qu'escomptée.

L'Etat allemand va émettre nettement moins de dette au quatrième trimestre que prévu initialement, au vu d'une situation budgétaire meilleure qu'escomptée, a indiqué hier l'Agence financière allemande, qui se charge de lever la dette de l'Etat.

L'Agence veut émettre entre octobre et décembre pour 37 milliards d'euros d'obligations de long terme, c'est-à-dire à maturité comprise entre deux et dix ans, contre 46 milliards d'euros prévus initialement. Sur le marché de court terme, l'Etat allemand va lever 23 milliards d'euros en bons du Trésor avec des maturités de six ou douze mois, 20 milliards d'euros de moins que la prévision initiale, établie en décembre 2009.

Ces nouveaux chiffres «rendent justice à l'évolution favorable du budget fédéral en 2010 et à la situation actuelle sur les marchés financiers», précise l'Agence. A la faveur d'une reprise économique beaucoup plus vigoureuse qu'escomptée, les caisses allemandes se remplissent plus vite que prévu, et le déficit fédéral ressortira cette année inférieur aux prévisions initiales. En début d'année, Berlin tablait sur un chiffre supérieur à 80 milliards d'euros, réévalué à la baisse au cours de l'été à 65 milliards d'euros. ■