

## Sulzer en hausse sur des rumeurs de reprise

Le fabricant britannique de pompes pour l'industrie pétrolière Weir Group pourrait prendre le contrôle de Sulzer pour 4,58 milliards de livres.

Le titre du groupe industriel Sulzer progressait lundi à la Bourse, soutenu par des rumeurs de rachat faisant état de l'intérêt de son concurrent britannique Weir Group.

A la clôture, l'action Sulzer prenait 3,0% à 138 francs, dans un marché SPI en hausse de 0,25%.

Selon le journal américain *Wall Street Journal*, le fabricant britannique de pompes pour l'industrie pétrolière Weir Group pourrait prendre le contrôle de Sulzer pour 4,58 milliards de livres (5,5 milliards d'euros), dont 1,5 milliard en numéraire et 3,08 milliards en actions.

Cette offre représenterait une prime de 50% et dépasserait la capitalisation boursière de Sulzer, qui est de 4,6 milliards de francs (3,6 milliards d'euros).

La société d'investissement Renova du milliardaire russe Victor Vekselberg, actionnaire majoritaire de Sulzer avec 31,20% des titres, devrait se voir attribuer une participation dans la nouvelle entité, ce qui permettrait à Weir de renforcer sa présence en Russie, selon le journal.

Mais il semble peu probable que Renova cède Sulzer, pour lequel il avait bataillé ferme devant les instances européenne et suisse. Les autorités suisses ont par ailleurs mis un terme en octobre 2010 aux poursuites judiciaires engagées contre M. Vekselberg et ses associés dans le cadre de leur participation dans Sulzer, moyennant le paiement d'une amende de 10 millions de francs.

Le groupe industriel Sulzer, notamment spécialisé dans la production de pompes et turbines pour l'industrie, a réalisé en 2009 un bénéfice net de 270,40 millions de francs. ■

### GEBERIT: le programme de rachat d'actions a démarré

Le programme de rachat d'actions de Geberit SA, annoncé la semaine dernière, d'au maximum 5% du capital-actions a démarré hier. Sur la base du cours du 11 janvier 2011, le volume à racheter est de l'ordre de 440 millions de francs. L'opération se fera par le biais d'une deuxième ligne de négoce sur SIX Swiss Exchange, indique le groupe de techniques sanitaires. A fin 2010, Geberit détenait directement et indirectement 4,14% des droits de vote et du capital-actions. Les autres actionnaires détenant plus de 3% des droits de vote de Geberit sont: The Capital Group Companies (9,72% au 27 juillet 2010), Blackrock Inc (3,23% au 15 septembre 2010) et Credit Suisse Asset Management Funds AG (3,00% au 27 décembre 2010).

# Les faux amis de l'investisseur

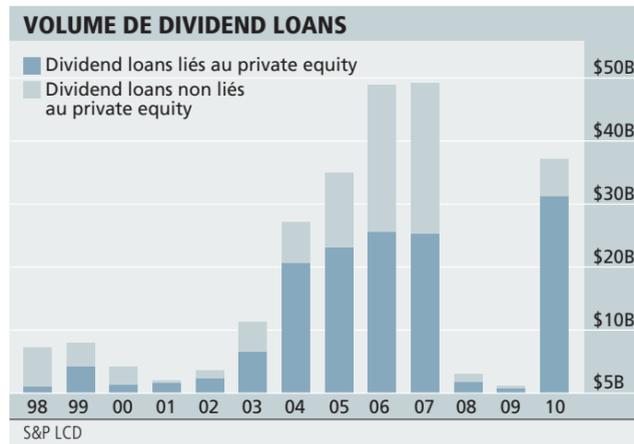
**DIVIDEND RECAPS.** L'option est séduisante dans un contexte de taux d'intérêts extrêmement bas. Mais comporte des risques certains.

CYRIL DEMARIA

L'année 2010 a marqué l'avènement des dividend recaps en LBO. Le principe est relativement simple: un gérant de fonds a fait une acquisition par effet de levier sur une société qui se porte bien. Avec le temps, l'effet de levier diminue car la société acquise rembourse la dette d'acquisition. Après quelques années, la société sous LBO doit être cédée, soit à un tiers, soit auprès du public par une introduction en Bourse. Dans l'hypothèse d'une crise (2007-2009), ces options sont improbables. Il reste l'option de ré-entendre la holding qui a acquis la société par effet de levier - et grâce à cela, distribuer des profits anticipés au fonds, et donc à ses souscripteurs.

Dans un contexte de taux d'intérêts extrêmement bas, cette option est séduisante. Elle permet au fonds de distribuer de l'argent frais à ses souscripteurs au cours d'une période où les rentrées d'argent sont limitées. Parallèlement, les prêteurs en high yield peuvent demander des taux d'intérêts plus élevés que ceux de la dette investment grade - et ce dans un contexte où les entreprises qui ont survécu ont des réserves de trésorerie confortables et où les perspectives de vente sont prometteuses. Ainsi le Bank of America/Merrill Lynch high yield index affichait un rendement de 14% jusqu'en décembre 2010.

Ceci explique qu'en 2010, 234 milliards de dollars ont été prêtés dans le cadre de leveraged loans (contre 77 en 2009) selon



S&P LCD. 84% des prêts effectués pour distribuer des dividendes sont liés à des entreprises détenues par des fonds de private equity (voir graphique). Clearwire Communications et HCA, quelques-uns des plus gros LBO de la bulle 2006-2007, ont été parmi ceux qui ont bénéficié de ce type d'opération. Il est probable cependant que 2011 apporte une correction, car si les taux en 2010 affichaient un écart de 600 points de base (soit la moyenne historique) par rapport au taux sans risque, cet écart était descendu à 300 points de base en décembre (soit 11% selon BNP Paribas).

En théorie, les dividendes recaps mettent tout le monde d'accord. Le gérant de fonds peut afficher des distributions et satisfaire ses souscripteurs. Il prépare ainsi confortablement sa prochaine levée de fonds. Les fournisseurs de dette high yield encaissent des spreads confortables pour un risque finalement relativement mi-

neur. L'entreprise sous-jacente n'a pas son mot à dire, mais son encadrement est relativement satisfait de ne pas faire face à une pression supplémentaire pour trouver un acheteur qui n'existe pas. Et le souscripteur? Il est nécessairement heureux, car il touche le fruit de ses investissements.

Mais est-ce bien sûr? De fait, ce type de montage a deux conséquences majeures. La première est de réintroduire du risque dans le montage de LBO. Dans un montage classique, le risque principal se situe lors des premiers mois, lorsque l'effet de levier est maximal. Théoriquement, ce risque est compensé par la source de valeur ajoutée que va créer l'investisseur. Un ré-endettement d'un montage de LBO ne s'accompagne pas de cette source de valeur supplémentaire: il s'agit d'une solution d'attente. Ainsi, le taux de défaut des high yield bonds est passé de 13,6% en 2009 à 2,9% en 2010. Il est projeté par

	Sans dividend recap	Avec dividend recap
Investissement initial	-100	-100
Année 1	0	0
Année 2	0	0
Année 3	0	150
Année 4	0	0
Année 5	0	0
Année 6	300	100
Multiple d'investissement	3	2,5
Taux de rendement interne	20%	26%

Comparaison du multiple d'investissement et du TRI d'un investissement avec dividend recap et sans dividend recap.

Auteur

Moody's à 1,8% d'ici à novembre 2011. Si la croissance n'est pas au rendez-vous, ce taux pourrait bien changer et les entreprises ré-entendées seront en première ligne. C'est un risque qui n'est pas accompagné d'un rendement supplémentaire.

Le deuxième aspect est que les dividend recaps ont l'inconvénient de «casser le thermomètre du rendement», c'est-à-dire de fausser une des mesures de la performance d'un fonds à savoir son taux de rendement interne (TRI). Un petit exemple chiffré (voir tableau) démontre qu'une distribution anticipée de cash par un dividend recap peut à la fois faire monter le TRI et appauvrir l'investisseur. Dans l'exemple, l'investisseur qui réa-

lise un TRI de 20% a multiplié son investissement par 3 alors que celui qui réalise un TRI de 26% a multiplié son investissement par 2,5.

La réponse classique des gérants de fonds est que les souscripteurs préféreront toujours la liquidité à un surcroît de performance. Ceci reste à démontrer. Non seulement il n'est pas garanti que le souscripteur trouvera un placement aussi performant que le LBO de notre exemple, mais les coûts de transaction pour retrouver et investir dans un LBO de qualité équivalente vont amoindrir la performance globale du portefeuille de l'investisseur. Les dividendes recaps sont donc, de fait, de faux-amis pour le souscripteur en private equity. ■

CE MONTAGE RÉINTRODUIT DU RISQUE EN LBO. ALORS QUE LE RISQUE PRINCIPAL SE SITUE LORS DES PREMIERS MOIS DANS UN MONTAGE CLASSIQUE. LORSQUE L'EFFET DE LEVIER EST MAXIMAL.

NEWSManagers

L'actualité de l'asset management  
www.newsmanagers.com

### BNP Paribas réorganise son activité de gestion de fortune en Asie

BNP Paribas Wealth Management a annoncé le 14 janvier une réorganisation de son activité asiatique de gestion de fortune avec en outre la création d'une nouvelle filiale dédiée à sa clientèle la plus aisée (UHNW). Dans le cadre de cette nouvelle réorganisation, BNP Paribas redéploie ses filiales en Asie en fonction de ses marchés clés, avec un directeur distinct à la tête de chacun de ces marchés: Serge Janowski pour Hong Kong, Mignonne Cheng en attendant la nomination d'un responsable pour la Chine, Henry Pang pour Taiwan, Stephane Honig pour l'Inde, Serge Forti pour Singapour, la Malaisie et l'Indonésie et enfin Eric Morin pour les autres marchés asiatiques, y compris la Corée, les Philippines et la Thaïlande. La banque va également mettre sur pied une filiale dédiée aux clients à très grande fortune, ce qui, pour la majorité des établissements du secteur, équivaut à un minimum de 30 millions de dollars (22 millions d'euros) d'actifs disponibles pour investissement. L'identité des responsables de la nouvelle filiale dédiée à la clientèle fortunée sera dévoilée ultérieurement, précise BNP Paribas Wealth Management dans un communiqué. Dans l'intervalle, Mignonne Cheng, qui conserve ses responsabilités de chairman et CEO de la gestion de fortune pour la zone Asie-Pacifique, prendra aussi la tête de UHNWI & Independent Wealth Managers pour l'Asie-Pacifique. En outre, Ernest Leung est nommé responsable de la stratégie et du développement des activités de gestion de fortune en Asie-Pacifique et travaillera en partenariat avec les responsables marchés pour développer les initiatives dans la région.

### Alken AM lance un fonds de performance absolue

Le spécialiste des valeurs européennes Nicolas Walevski, fondateur d'Alken Asset Management, a annoncé le 14 janvier à Paris le lancement d'un fonds de performance absolue, Alken Absolute Return Europe (AARE). Ce fonds d'actions européennes long/short conforme à la directive Ucits III et à liquidité journalière, vise une croissance du capital à moyen terme en investissant essentiellement dans les actions européennes, ayant pour objectif principal la génération d'alpha tant sur les cas d'investissement longs que les shorts. L'objectif est de rester axé sur les meilleures idées qui ont permis de générer une performance absolue de 64% du fonds Alken Capital One depuis son lancement le 21 juillet 2008 dans les actions européennes grâce à une ges-

tion active du portefeuille. Le fonds cible une exposition brute de 50% à 150% et une exposition nette de -20% à 75%. Sur la partie longue, pas très concentrée, l'absolute return aura la priorité, et selon les opportunités, le fonds jouera aussi les petits arbitrages. Sur la partie courte, le fonds, qui sera présent tant sur les titres que les indices ou les baskets, interviendra «en hedge et en sec». Une classe fondatrice sera proposée à compter du 17 janvier avec une commission de 0,9% au lieu de 1,5%. La cotation est programmée pour le 31 janvier.

### Markit lance des indices obligataires sur la dette émergente

Le spécialiste de l'information financière Markit a annoncé hier le lancement d'une série d'indices sur la dette émergente. Les indices Markit iBoxx USD Emerging Markets Sovereigns, qui répondent à l'intérêt croissant des investisseurs pour la dette émergente, viennent ainsi compléter l'indice GEMX lancé en 2008, qui suivait la performance de la dette souveraine des émergents en monnaies locales.

### Hausse des encours d'Invesco en 2010

A fin décembre, les actifs gérés par Invesco se montaient à 616 milliards de dollars contre 604,5 milliards un an plus tôt, les encours des fonds d'actions se tassant à 294,1 milliards de dollars contre 294,4 milliards. L'encours des ETF s'est contracté pour sa part à 80,3 milliards de dollars contre 89,9 milliards. En décembre, Invesco a bouclé l'acquisition des activités de gestion d'actifs asiatiques d'AIG Global Real Estate comportant 5,4 milliards de dollars d'actifs alternatifs (sur un total de 78,1 milliards fin décembre), dont 0,2 milliard de gestion passive (sur 60 milliards).

### Les actions des gestionnaires souvent plus rentables que leurs fonds

Certaines grandes sociétés de gestion ont démontré qu'un investissement dans leur action est plus performant que les fonds qu'elles proposent, constate Expansión. Ainsi, les actions de Schroders et d'Aberdeen se sont revalorisées de 48% et 75% sur les douze derniers mois. Celle de F&C a gagné 33% et celle de T. Rowe Price de 21%, tandis que le titre Henderson s'adjugeait 20,7%. L'action d'Invesco a été en ligne avec le marché en progressant de 11,5% alors que celle de BlackRock a perdu 16%.

### EPEX SPOT: forte hausse des volumes

La Bourse européenne de l'électricité Epex Spot a enregistré en 2010 une hausse de 37% des volumes traités sur ses marchés à 279 térawattheures (milliards de kilowattheures), a-t-elle annoncé. Les volumes traités par Epex en 2010 représentent l'équivalent de 57% de l'électricité consommée en France sur un an. Epex Spot gère les marchés à court terme de l'électricité en Allemagne, en France, en Autriche et en Suisse, couvrant une région dont la consommation électrique représente 40% du marché d'électricité européen.

### LEVURES: Lesaffre veut retirer l'action Fala de la cotation

Le fabricant strasbourgeois de levures de boulangerie Lesaffre souhaite retirer de la cote sa filiale Fala, ce qui signifierait la disparition de l'une des plus grosses valeurs de la place parisienne, puisque le titre valait avant sa suspension... 3899,99 euros. Le leader mondial de la levure a acquis 16,88% supplémentaires auprès de diverses familles actionnaires, portant sa participation totale à 72,73% du capital, a annoncé l'Autorité des marchés financiers (AMF). La transaction s'est faite à un prix de 5390 euros par action et Lesaffre propose le même prix aux actionnaires minoritaires pour reprendre leurs titres.