

Réorganisation de la holding Paris Orléans

La famille Rothschild, propose de racheter 29% du capital.

La famille Rothschild, qui a entrepris de réorganiser sa holding Paris Orléans pour simplifier ses structures, propose de racheter un peu moins de 10 millions d'actions (29,10% du capital), pour un maximum de 160 millions d'euros, selon un avis publié mercredi par l'AMF. Le «projet d'offre publique de retrait est déposé à raison de la transformation de la société Paris Orléans en société en commandite par actions, qui sera proposée à l'assemblée générale extraordinaire des actionnaires prévue le 8 juin 2012», précise l'avis.

La famille Rothschild avait annoncé le 4 avril son intention de réorganiser sa holding Paris Orléans pour «pérenniser» son contrôle sur son groupe bancaire. Cette holding hébergera la quasi-totalité du capital de sa branche française Rothschild & Cie Banque (RCB) et de sa branche britannique Rothschilds Continuation Holdings (RCH), ainsi que Financière Rabelais. Ces acquisitions, avait précisé la famille, devaient être financées «par voie d'apports rémunérés par émission d'actions nouvelles Paris Orléans», transformée au préalable en société en commandite par actions.

La famille Rothschild détient actuellement de concert 58,42% du capital de Paris Orléans (18.994.902 actions). Son offre porte sur le rachat de 9.463.443 actions au prix de 17 euros. Cela représente 29,10% du capital de la holding et une enveloppe de quelque 160,87 millions d'euros. Les co-initiateurs de cette offre «ont l'intention de maintenir» la cotation de Paris Orléans «et ne mettront donc pas en oeuvre de retrait obligatoire sur les actions de la société à l'issue de l'offre», selon l'avis. Trois actionnaires se sont engagés à ne pas apporter leurs titres à cette offre: l'assureur Allianz (5,19% du capital), le groupe Edmond de Rothschild (3,18%) et le groupe financier de Hong Kong Jardine Matheson (1,92%). ■

La mutation du private equity

UNIGESTION. Les périodes d'investissement s'allongent et les rendements vont donc baisser corrélativement ces prochaines années.

Christian Dujardin est responsable des solutions d'investissement en private equity chez Unigestion. Il analyse les enjeux du secteur aujourd'hui. En Suisse comme à l'étranger.

Certains gérants en private equity avaient anticipé une vague de distressed debt et de secondaire. Elles ne semblent pas s'être matérialisées.

Quelle est votre analyse?

Les deux secteurs sont assez différents. Le distressed debt est en fait constitué de deux sous-segments: - les sociétés en difficulté, formant un flot plus ou moins récurrent et support d'activités de type debt for trading [ndla: où sont actifs les hedge funds et les fonds de private equity]. C'est une petite portion du distressed debt aujourd'hui. - les portefeuilles des banques (restructuration de bilans et prêts non performants), formant le plus gros volume de l'activité. Ce flux d'opportunités ne s'est effectivement pas matérialisé aussi vite que prévu, et ce sont les hedge funds spécialisés dans le crédit, plus que les fonds de private equity qui ont été actifs du fait des différences de durée d'investissement (2 à 3 ans pour les hedge funds, 5 à 7 pour le private equity).

La vague du secondaire s'est bel et bien matérialisée en 2010 et 2011. Les volumes annuels sont estimés à 25-30 milliards de francs dans ce secteur. Ce marché demeure cyclique et saisonnier, les bases de calcul des valorisations des parts étant les valeurs d'actif net communiquées trimestriellement. Les opérations de grosse taille (de 50 millions à un milliard) sont visibles, très concurrentielles et relativement peu nombreuses, comparées à la portion du marché moins visible: les parts de fonds de private equity pour un total de 3 à 20 millions de francs. Cette deuxième portion du marché représente plus de 50% du nombre des opérations, mais moins de la moitié des montants.

C'est sur ce second segment qu'Unigestion est notamment positionné et notre fonds de fonds créé en 2009 est déjà investi à hauteur de 80%. Cependant, si notre

rythme d'investissement fut élevé jusqu'ici, nous révisons actuellement nos hypothèses de rendement pour les transactions futures: la performance nette espérée est désormais proche de 1,6 fois les montants investis, pour un taux de rendement interne de 20%. Cela reste très bon, mais les spreads entre acheteurs et vendeurs se sont resserrés.

Que penser du private equity coté?

Le private equity coté n'a pour seul intérêt que de donner une liquidité aux investisseurs en private equity. Fondamentalement, c'est une association contre nature. Les difficultés sont notamment liées à l'absence de liquidité du sous-jacent, ainsi qu'au fait que les gérants sont le plus souvent rémunérés sur la valeur d'actif net des portefeuilles, ce qui crée des divergences d'intérêts entre investisseurs et gérants.

Les changements réglementaires (Dodd-Frank, AIFMD, Volcker Rule, Solvency II, Bâle II & III, ratios prudentiels des caisses de retraites) poussent les banques, assurances et caisses de retraites hors du private equity. Comment analysez-vous ces changements?

Il est clair que si ces trois catégories d'investisseurs se désengagent, le secteur du private equity est appelé à se contracter. Cependant, ces trois catégories sont assez distinctes. Les banques ont un problème de bilan avant tout. Leur désengagement du financement en fonds propres fait sens, car leur rôle est avant tout de prêter de la dette. Le lien entre capital et dette n'est pas naturel et servait à alimenter leur pôle de dette en flux d'affaires. L'interruption de cette relation va dans le bon sens.

Les assurances ont besoin de performance, dans un contexte de taux d'intérêt bas. Solvency II pose beaucoup de questions. On a assisté à des mouvements de balancier. Tout d'abord, un coup d'arrêt en 2009-2010 quand les assureurs ont constaté l'impact potentiel sur leurs bilans du pri-



CHRISTIAN DUJARDIN. Le rôle des gérants de fonds de fonds est aussi de développer des niches de marché.

private equity [note de l'auteur: selon la méthode standard, le ratio de solvabilité exigé des assureurs pour leurs placements en private equity est de 49% des engagements]. Ensuite, une partie des assureurs a décidé d'opter pour les modèles internes de calcul de solvabilité. Ceux-ci continueront à investir, car ils peuvent justifier d'une couverture des engagements inférieure au modèle standard. La stratégie adoptée est donc celle des «barbelés» (barbels), où le private equity est utile pour dopper les rendements.

Le cas des caisses de retraites est spécifique. La réglementation les pousse à investir de manière contra-cyclique. La question prudentielle est classique et il n'y a pas de réponse unique satisfaisante. Par ailleurs, la nature publique ou privée des caisses complexifie encore la chose.

La légitimité du traitement fiscal du carried interest est remise en question (US, UK, UE).

Qu'en pensez-vous?

Cette question a un vrai sens. Le carried interest est une source d'alignement d'intérêts entre le gérant et les investisseurs qui n'est pas remise en cause. Cette commission de performance est discutée quant à son niveau (en règle générale 20% de la performance), mais pas sur son principe. La question de la taxation est différente. La question est: est-ce que le gérant met son patrimoine personnel en jeu? Si oui, c'est un gain sur le capital. Sinon, c'est un produit du travail. La taxation devrait suivre cette qualification.

Les frais de gestion des fonds et fonds de fonds sont contestés.

S'achemine-t-on vers une baisse?

La baisse est déjà en cours pour les fonds. Les gros fonds ont amorcé le mouvement, mais il y a encore des marges de manœuvre à la baisse. En effet, les frais de gestion ne doivent servir qu'à payer les frais de structure et non à récompenser les gérants. Les économies d'échelle doivent donc aussi jouer pour les investisseurs. L'idéal est en fait de calquer les frais de gestion sur les besoins des gérants, et donc d'accéder en toute transparence à leurs comptes d'exploitation comme base de discussion. Pour les fonds de fonds, la baisse a déjà eu lieu. L'assiette de calcul a été revue (capital engagé, mécanismes de réduction après la fin de la période d'investissement). Parfois, certains gérants sont même allés trop loin en acceptant des mandats dont la rémunération est inférieure à leurs coûts de structure.

Le marché des fonds de fonds est clairement en perte de vitesse. Les souscripteurs (limited partners) court-circuitent non seulement les fonds de fonds, mais aussi les fonds. Quelle est votre analyse?

Comment Unigestion y répond?

C'est le reflet de la maturité de l'industrie. Les souscripteurs les plus importants se sont émancipés ou utilisent les mandats. Les souscripteurs de petite taille ont encore besoin d'intermédiaires. Les gérants de fonds de fonds conservent une triple vocation: comme consultants/sous-traitants des gros investisseurs qui optent pour des solutions de mandat; pour gérer la sélection et la diversification des petits investisseurs; pour investir sur des marchés complexes (émergents et secondaire, par exemple). Leur rôle est aussi de développer des niches de marché, comme le durable-environnemental chez Unigestion.

Comment la Suisse peut-elle supporter plus avant le développement du private equity?

La Suisse est dans une situation spéciale. La France a beaucoup d'acteurs et finalement peu de capital; la Suisse a beaucoup de capital et assez peu d'acteurs. Pourtant, la proportion de fusions et acquisitions par rapport à la taille de leurs économies nationales est la même. La Suisse a des gérants, mais aussi d'autres investisseurs actifs. La concurrence est donc réelle et dynamique. Par ailleurs, sa géographie linguistique la place dans une situation spécifique qui défie les généralisations.

Selon vous, quelle est la situation du marché du private equity aujourd'hui?

2011 fut très contrasté: le premier semestre fut très actif avec des investissements, des ventes de sociétés de participation et des distributions aux souscripteurs excédant les appels de capitaux. Le deuxième semestre a sonné un coup d'arrêt. Aujourd'hui, il y a peu de transactions. Les périodes d'investissement s'allongent et les rendements vont donc baisser corrélativement. Il y a relativement peu de prêts pour les LBO, et d'autres relais (notamment des hedge funds et d'autres acteurs) se structurent. Les valorisations des sociétés à l'entrée commencent à baisser, mais ce n'est qu'un début. La concurrence des fonds va baisser et donc ces valorisations vont continuer leur chute.

La question clé aujourd'hui est: les gérants vont-ils lever le fonds suivant? Si le capital disponible diminue, il y aura moins d'équipes. Leurs disparitions seront progressives. En conséquence, une des interrogations latentes est: quelle sera la taille de l'industrie sous trois à cinq ans?

INTERVIEW: CYRIL DEMARIA

LE PRIVATE EQUITY COTÉ N'A POUR SEUL INTÉRÊT QUE DE DONNER UNE LIQUIDITÉ AUX INVESTISSEURS. FONDAMENTALEMENT, C'EST UNE ASSOCIATION CONTRE NATURE.

Rien ne remplace l'expérience pour atteindre son objectif.

Vous souhaitez atteindre vos objectifs de placement avec un partenaire fiable à vos côtés. Prenez le temps d'en parler avec nous: LGT Bank (Suisse) SA, téléphone 022 318 65 00 ou 021 711 87 00.

LGT. Partenaire pour des générations. À Bâle, Berne, Genève, Lausanne, Lugano, Lucerne, Zurich et sur 15 autres sites dans le monde. www.lgt.ch

