

SUITE DE LA PAGE UNE

L'ego qui encombre tout le private equity

Ce ne sont ni des génies, ni - pour certains d'entre eux - des êtres humains particulièrement admirables. Le déclin des rendements des marchés cotés, combiné à la soudaine possibilité réglementaire pour les investisseurs institutionnels d'investir dans les actifs alternatifs, a conduit à des changements majeurs dans l'allocation d'actifs. Le résultat fut une croissance d'environ 10 milliards de dollars sous gestion au début des années 1990 à plus de 1700 milliards en 2010 d'après Prequin et Goldman Sachs. Cette progression a désormais atteint un plateau.

Il est temps pour les gérants en private equity de reconnaître que le monde a changé. Le succès du secteur est lié à une forme spécifique de gouvernance d'entreprise (notamment analysée par Michael Jensen en 1989). Ce savoir-faire est maîtrisé et fait largement partie du domaine public. Les gérants doivent désormais faire des concessions sur le traitement fiscal de leurs revenus, et ajuster leurs structures de rémunération (que ce soit les frais de gestion ou le carried interest) au fait que le private equity n'est plus une activité de niche mais une classe d'actifs à part entière.

Une source majeure de changement pour l'instant occultée est la division entre, d'une part, les gérants de fonds de gros/mega LBO (comme The Blackstone Group), qui sont de fait les nouvelles merchant banks du XXI^e siècle et qui devraient être traitées comme telles au plan fiscal et réglementaire (notamment dans la gestion des conflits d'intérêts); et, d'autre part, le petit et moyen LBO, le capital-dévelop-

pement, le capital-risque, le capital-retournement, et les fournisseurs de dette mezzanine qui sont de fait les opérateurs de private equity au sens propre de l'expression. Ces derniers doivent revenir aux valeurs originales du secteur où ils opèrent, que ce soit de la manière dont ils conduisent leurs affaires, dans leurs engagements envers les entrepreneurs et leurs équipes, et dans leur éthique (modestie, vision à long terme, opérations de gré à gré et respect de la parole donnée). Ces valeurs ont alimenté les réseaux de contacts des gérants de private equity (qui sont de fait leur actif principal), et donc leur aptitude à acheter et vendre des sociétés de portefeuille.

Pour faire face aux nouvelles conditions d'exercice du métier, les gérants doivent innover à nouveau, gérer des fonds plus modestes et prendre des risques pour la structure de leur rémunération. Ils doivent aussi mettre leur patrimoine derrière leur discours: leur fortune ne devrait ainsi pas servir à une glorification de leurs ego sous des dehors philanthropiques, mais être investie dans les fonds qu'ils gèrent dans des proportions très significatives (bien au-delà du 1% habituel de la taille des fonds qu'ils gèrent).

En d'autres termes, les gérants de fonds de private equity devraient redevenir des citoyens comme les autres, payant des taxes, générant de la valeur pour la société dans son ensemble et partageant une part significative des risques avec leurs investisseurs et les entrepreneurs. Ceci est la rançon de l'accès au statut de classe d'actifs à part entière du private equity. (CD)

L'effet des LTRO s'estompe

Le risque du pire s'est éloigné. Mais cela ne signifie de loin pas la fin des ennuis pour la zone euro.

DIDIER SAINT-GEORGES*

Trois mois après leur première salve, les fameux premiers «LTRO», ces prêts à trois ans, sans limites de montants accordés au secteur bancaire européen par la BCE, voient leur effet commencer à s'estomper. Ces prêts ont atteint leurs objectifs: les banques qui étaient en situation de trésorerie très tendue ont pu refinancer leurs besoins pour trois ans, les autres ont pu engranger des marges de crédit importantes en réinvestissant ces fonds dans les emprunts souverains de leur pays, à des rendements bien supérieurs à 1%. Ce faisant, les taux des emprunts souverains italiens, espagnols, qui étaient beaucoup montés avant la première opération de la BCE en décembre 2011 se sont détendus, et les marchés actions ont salué sur le premier trimestre le fait que la BCE avait pris en

main le risque systémique qui était devenu très aigu pour le système bancaire européen.

Mais le risque du pire éloigné ne signifie naturellement pas la fin des ennuis pour la zone euro. La trajectoire de l'endettement public demeure très problématique pour la majeure partie des pays de la zone, ce qui est particulièrement préoccupant pour des pays comme l'Espagne, qui s'oriente vers une récession sévère, avec un secteur bancaire encore très fragile. Les divergences entre l'Allemagne d'une part, qui crée des emplois, et pour qui la politique monétaire européenne est probablement trop accommodante, et l'Europe du Sud d'autre part qui s'enlise dans la récession et les déficits, continuent de s'aggraver. On voit mal par conséquent comment la zone euro pourra faire l'économie d'une longue et pénible période d'ajuste-

ment de ses déséquilibres, tant budgétaires qu'extérieurs.

Aux Etats-Unis, le secteur privé parvient à continuer d'afficher un réel dynamisme et les chiffres de l'emploi récents ont été encourageants. Le désendettement des ménages se poursuit progressivement et la modération de la pression fiscale donne des marges de manœuvre qui s'avèreront utiles l'an prochain. Les facteurs de risque se concentrent sur le secteur de la consommation, critique pour la croissance de l'économie américaine. En effet, le revenu disponible des ménages ne croît plus et le coût de l'énergie commence à constituer une menace concrète.

Dans le monde émergent, l'activité des grands pays exportateurs témoigne d'une croissance mondiale ralentie. En Chine en particulier, l'atterrissage en douceur est en cours, orchestré par les auto-

rités: inflation et marché immobilier sont en voie de normalisation, la croissance ralentit mais reste au-dessus de l'objectif fixé. Les marges de manœuvre se recréent donc, sans que la nécessité d'un plan de relance soit ressentie dans l'immédiat.

Il faut bien reconnaître que, même si ce n'était pas l'objectif visé, l'éloignement du risque systémique opéré par la BCE a donc eu pour effet principal de renforcer la confiance que l'on peut avoir dans le redémarrage de l'économie américaine, en «renaissance», et dans le pilotage fin d'un atterrissage en douceur dans le monde émergent. L'équation européenne demeure elle en revanche extrêmement complexe, et va probablement continuer de provoquer des turbulences à répétitions.

* Carmignac Gestion

Contraintes assignées aux petits porteurs

IPO FACEBOOK.

Il faut un compte d'au moins 250.000 dollars pour obtenir des titres avant le premier jour de cotation. Et les exigences des courtiers ne s'arrêtent pas là.

Facebook a beau être l'une des plus grosses entrées en Bourse réalisées aux Etats-Unis depuis des années et fixer un prix abordable pour ses actions, les petits porteurs qui voudraient avoir leur part de ce phénomène de l'économie internet ont de nombreux obstacles devant eux. D'autant que les 900 millions d'utilisateurs du site communautaire n'ont aucun traitement de faveur.

Pour mettre la main sur certaines des plus de 337 millions d'actions mises à prix entre 34 et 38 dollars qui devraient commencer à s'échanger vendredi au marché Nasdaq, ce sont d'abord les investisseurs institutionnels, puis les épargnants les plus aisés, qui sont favorisés.

Les compagnies d'assurance, les fonds de pension et autres fonds communs de placement se tailleront la part du lion. Une part est

réservée aux petits porteurs, mais la définition de «petit» est toute relative: les courtiers expliquent que la demande est tellement élevée qu'ils répartiront ce qu'ils arriveront à obtenir parmi leurs meilleurs clients.

Chez Fidelity, l'un des plus gros courtiers américains, les introductions en Bourse les plus médiatiques sont généralement réservées à leurs clients disposant d'au moins 500.000 dollars sur leur compte, ou ceux qui réalisent au moins 36 transactions par an, selon un agent de la société. Si vous êtes considérés comme un client très précieux, un compte rempli à hauteur de 250.000 dollars peut suffire, a ajouté cette employée, sans vouloir dévoiler son identité.

«Ce n'est en tout cas pas un système où les premiers arrivés sont les premiers servis», dit-elle. En outre, il n'y a pas de garantie sur le nombre d'actions qu'on peut obtenir: «ça peut être tout ce que le client demande, ou une partie, ou rien du tout».

Chez TD Ameritrade, il faut au moins 250.000 dollars sur son compte ou 30 transactions ces trois derniers mois. En outre, explique une porte-parole de TD Ameritrade, Beth Evegan, les projets d'investissement du client, et sa situation financière globale, sont pris en compte: les courtiers essaient d'éviter les retraités qui

pourraient beaucoup souffrir d'une perte sur leur investissement dans une valeur risquée. Mais même avec cette sélection, «nous ne savons pas combien d'actions nous obtiendrons» pour pouvoir les redistribuer. La plupart des courtiers ont des critères similaires.

Ensuite, même les petits porteurs qui gagnent le gros lot et obtiennent le droit d'acheter un paquet d'actions avant la première cotation publique pourraient se trouver dans l'impossibilité de tirer partie d'un bond de la valeur Facebook au premier jour d'échanges publics. En effet, beaucoup de courtiers exigent que leurs clients gardent leurs actions un certain temps, plutôt que de vendre dès l'euphorie du premier jour. Fidelity fixe un délai de 15 jours, chez d'autres cela va jusqu'à 30 jours.

L'analyste Rocco Pendola, chez The Street, se veut encourageant pour les petits porteurs. «Soyons francs: on a peu de chance d'avoir des actions Facebook au moment de l'entrée en Bourse», écrit-il. D'un autre côté, «il reste beaucoup de temps pour prendre le train en marche. Il s'agit d'une entreprise à long terme, très durable, et avec de bonnes perspectives de croissance. C'est un mythe de penser que Facebook (...) est dirigé par un gamin sans expérience».

Possible relance des opérations

BCE. Plus d'un tiers d'analystes pensent qu'un troisième programme de LTRO est nécessaire.

La rechute de la zone euro dans une véritable crise rend plus probable la possibilité que la BCE relance ses opérations d'allocation de liquidité à long terme aux banques dans l'année, estiment les banquiers et investisseurs.

Une enquête trimestrielle réalisée par l'agence de notation Fitch montre mardi qu'un tiers des spécialistes pense que les récentes injections de liquidités par la BCE à des taux très bas sur trois ans seront répétées. «L'injection dans le bras qu'a constituée le deuxième LTRO est déjà en train de s'effacer», indique Fitch. Selon l'étude, 38% des spécialistes interrogés par Fitch pensent qu'un troisième programme de LTRO est nécessaire, tandis que 16% pensent que le montant de 1000 milliards d'euros d'allocations sur trois ans déjà fourni par la BCE devrait laisser assez de temps aux banques pour remédier à leurs déséquilibres structurels.

Tout comme ses rivales S&P et Moody's, Fitch a procédé à une série de dégradation des notes des pays de la zone euro et de leurs banques sur fond d'aggravation de la crise des dettes dans la région. L'enquête de Fitch montre qu'un tiers des investisseurs interrogés ne sont pas prêts à acheter de la dette non garantie fournie par les banques de la zone euro.

Fitch avertit également que si les deux premières opérations de refinancement à long terme de la BCE en décembre et en février avaient apaisé les craintes immédiates sur un effondrement du financement, les banques des pays les plus en difficulté vont continuer à avoir du mal à se financer sur les marchés. Jusqu'ici, Mario Draghi et les gouverneurs de la banque centrale n'ont pas donné d'indication sur un éventuel troisième programme. —(ats)

TRANSACTIONS DU MANAGEMENT (>100.000.-)

Publigruppe SA

Date de la transaction: 14.05.2012
Transaction réalisée par: un membre exécutif du conseil d'administration / membre de la direction générale.
Nature de la transaction: Acquisition

The Swatch Group AG

Date de la transaction: 14.05.2012
Transaction réalisée par: un membre non-exécutif du conseil d'administration.
Transaction réalisée

The Swatch Group AG

Date de la transaction: 14.05.2012
Transaction réalisée par: un membre non-exécutif du conseil d'administration.
Transaction réalisée

par une personne morale proche
Nature de la transaction: Acquisition
Nature des droits: Actions nominatives
Nombre de droits: 20.000
Montant de la transaction: CHF 1.336.200,00

The Swatch Group AG

Date de la transaction: 14.05.2012
Transaction réalisée par: un membre non-exécutif du conseil d'administration.
Nature de la transaction: Acquisition
Nature des droits: Actions nominatives
Nombre de droits: 7000
Montant de la transaction: CHF 465.780,00

AVIS FINANCIER – infopub@agefi.com

NAGRA
KUDELSKI GROUP

Paiement du dividende de Kudelski S.A. pour l'exercice 2011

L'assemblée générale ordinaire des actionnaires, tenue le 15 mai 2012, a décidé de verser par action au porteur, à partir du 23 mai 2012:

un dividende ordinaire de

Fr. 0.10

prélevé sur les réserves issues d'apport de capital. Ce dividende ne fait pas l'objet d'une retenue de 35% de l'impôt anticipé.

Le dividende sera payé sans frais aux actionnaires, sur présentation du coupon N° 9, au domicile de paiement qu'ils ont indiqué.

N° de valeur: 1'226'836 - action au porteur

Cheseaux, le 16 mai 2012

Le Conseil d'administration