

SOMMAIRE

Introduction : Cachez cette illiquidité que je ne saurais voir !	1
Investir dans le manque de liquidité : un nouveau style de gestion	2
Fonds immobiliers: rendre liquide le placement illiquide	4
Private equity : toujours intéressant, mais moins attrayant qu'il n'y paraît	6
Chaque segment de marché possède sa propre dynamique de liquidité	10
Investir sur les dividendes anticipés	12
De l'intérêt croissant pour les placements moins liquides dans la quête de rendements plus élevés	15
Bien qu'illiquide, la dette d'infrastructure reste attractive	18
Energies renouvelables : pourquoi ce secteur est-il aussi attractif ?	21
L'attrait des investissements illiquides pour le client privé	23
Que reste-t-il de nos amours ? Une side pocket	25
Disclaimer	27

INTRODUCTION

Cachez cette illiquidité que je ne saurais voir !

Les séquelles du crash boursier de 2008 hantent encore de nombreux gestionnaires de portefeuilles. Lorsque nous avons contacté de possibles contributeurs à cette troisième Lettre sur le thème des placements moins liquides, nous avons reçu de nombreuses réponses négatives. Prononcer le mot « illiquidité » est aujourd'hui assimilé à un manque total de savoir-vivre dans certaines sphères du monde de la finance.

La liquidité – et sa face plus sombre, l'illiquidité – est pourtant indissociable des marchés financiers et il serait absurde de tenter de l'ignorer. Les contributeurs à notre Lettre ont pour leur part accepté d'aborder ce sujet qui fâche et nous les remercions pour leurs textes de grande qualité qui permettent de lever un coin du voile sur diverses classes d'actifs associées de manière plus ou moins évidente à l'idée de liquidité restreinte.

Nous aborderons les hedge funds, l'immobilier, les investissements liés aux infrastructures et le private equity qui représentent des classes d'actifs considérées à raison comme moins liquide et connaissent actuellement un succès énorme. Sans oublier que des classes d'actifs plus classiques peuvent également être regardées sous l'angle de leur liquidité. Nous avons volontairement laissé de côté tout le marché de l'art, qui mériterait que l'on y consacre un dossier complet.

Le monde académique s'est fort peu préoccupé du sujet. D'un point de vue théorique, dans un monde sans frictions, l'illiquidité est au mieux un risque supplémentaire qui se traduira suivant les approches par un taux d'actualisation ou par une volatilité plus élevée. Certaines recherches académiques ont pourtant permis de mettre en évidence la liquidité comme facteur explicatif des performances.

Toutes les stratégies accessibles via des fonds de placement devront pourtant bientôt être envisagées sous l'angle de leur liquidité dans le cadre de la nouvelle directive MiFID II. Raison de plus pour laisser derrière soi le traumatisme de 2008 et porter un regard plus serein sur la réalité de n'importe quel marché, à savoir la facilité à faire se rencontrer acheteurs et vendeurs, en d'autres termes, sa liquidité.

L

INVESTIR DANS LE MANQUE DE LIQUIDITÉ : UN NOUVEAU STYLE DE GESTION

François-Serge Lhabitant, responsable des investissements de Kedge Capital, et professeur de finance à l'EDHEC Business School et à la Hong Kong University of Science and Technology.

Les vues exprimées dans cet article ne reflètent que ses opinions personnelles.

Dans un marché organisé, les investisseurs ont souvent tendance à ne regarder que les prix de leurs titres. Il est pourtant une variable importante qui accompagne ces prix, le nombre de titres demandés ou offerts. L'investisseur qui l'ignorerait risque fort un jour ou l'autre de ne pas pouvoir liquider sa position au prix affiché. Il devra alors soit étaler son ordre dans le temps et prendre un risque de prix, soit accepter une forte décote par rapport au prix affiché. Ce sont les premiers symptômes du risque d'illiquidité.



François-Serge Lhabitant

En principe, toute prise de risque devrait être rémunérée. On pourrait certes objecter que les dépôts bancaires comportent une part de risque non négligeable alors qu'ils affichent un taux d'intérêt négatif, mais il s'agirait d'un autre débat. Pour simplifier, nous admettons dans cet article que les actifs moins liquides comportent implicitement des risques supplémentaires. Leur rentabilité espérée devrait donc inclure une prime de risque liée à leur illiquidité.

La rentabilité espérée devrait inclure une prime de risque liée à l'illiquidité

Le private equity est probablement le plus connu de ces actifs. L'investisseur va en effet accepter de bloquer son capital pour dix ans ou plus, et ce sans savoir dans quoi il sera investi. Qui plus est, il payera des frais de gestion sur la totalité de son capital même s'il n'est pas encore déployé. En échange de cela, il s'attend à recevoir un

rendement bien plus élevé que celui des actions traditionnelles. Une partie de ce rendement supplémentaire peut venir de l'utilisation d'effet de levier ou du talent du gérant, mais une part est certainement liée à l'absence de possibilité de sortie. En un mot, le private equity est structurellement illiquide, ce que peu de gens contestent, et ceux qui s'y risquent veulent être rémunérés en conséquence.

Ce que beaucoup ignorent, c'est que les actions «classiques» sont également sujettes à une prime d'illiquidité. Prenons l'exemple des quelques 3500 actions traitées sur le NYSE, le NYSE MKT (ex AMEX) ou le NASDAQ. En fonction du volume traité pour chaque action au cours de l'année N, on peut les répartir en quatre groupes l'année N+1, allant du moins liquide au plus liquide, et calculer leur rentabilité. On peut ensuite répéter ce processus chaque année afin de voir sur un horizon temps long s'il existe en moyenne une prime d'illiquidité. Les résultats sont résumés dans le tableau ci-dessous.

Groupes d'actions	Rendement %.p.a.	Volatilité % p.a.
Très peu liquides	14.90%	20.00%
Peu liquides	14.00%	21.30%
Liquides	12.20%	22.70%
Très liquides	7.30%	27.80%

Rentabilité et volatilité moyennes des actions américaines sur la période 1972-2015

On constate aisément que les actions les moins liquides sont celles qui ont en moyenne le plus rémunéré leurs détenteurs. Certains affirmeront aussitôt que c'est normal, puisqu'elles sont plus risquées. Pourtant, cette explication ne semble pas fondée, puisque ce sont les actions qui sont les moins volatiles de l'univers considéré. D'autres, plus rationnels, expliqueront que la liquidité est un attribut à priori désiré, et que les investisseurs sont d'accord de renoncer à une partie de leur rendement pour rester liquide. Soit, mais plus de 7% p.a. en moyenne, cela fait cher la liquidité. Un examen plus détaillé permettrait probablement de révéler que le groupe d'actions les moins liquides contient également de nombreux biais, comme par exemple un biais de petites capitalisations, des biais sectoriels variables au cours du temps, etc. Pour 7% p.a.,

cela mérite certainement d'être étudié. Notons au passage qu'une étude récente de S&P sur les 20 dernières années a également montré que les variations de liquidité d'une action étaient un signal capable de générer un alpha statistiquement significatif de près de 4.7% en moyenne par an.

S'il est un domaine où parler d'illiquidité est considéré comme grossier, voire même vulgaire, c'est bien celui des hedge funds. Il faut dire que d'une part, de nombreux investisseurs sont toujours aujourd'hui en train de chercher à se débarrasser des side pockets et autres niaiseries inventées en 2008 par des fonds qui leur avaient été vendus comme liquides. D'autre part, les hedge funds sont malheureusement de plus en plus considérés comme un substitut de cash et de nombreux gérants se comportent comme tels, offrant une possibilité de sortie mensuelle, hebdomadaire voire même quotidienne. Et bien souvent, les rendements qui vont avec.

*De nombreuses stratégies
de hedge funds nécessitent
une prise de risque sur
des horizons temps
pouvant atteindre
plusieurs mois*

Pour être francs, nous sommes plus que sceptiques face à cette tendance. A notre avis, de nombreuses stratégies de hedge funds nécessitent une prise de risque sur des horizons temps pouvant atteindre plusieurs mois, ou des investissements dans des titres potentiellement moins liquides. Les caser dans des véhicules d'investissements soit disant liquides est suicidaire et ne peut qu'amener des ennuis lorsque la liquidité s'assèchera. A titre d'exemple, j'ai personnellement rencontré récemment un gérant m'affirmant la main sur le cœur que sa stratégie – investir dans des titres en détresse – était liquide, compatible avec une liquidité mensuelle pour ses investisseurs, et qu'il ne voyait aucun souci d'inadéquation actifs-passifs. Ce monsieur a pourtant blêmi lorsque je lui ai rappelé que dans une vie antérieure (janvier 2009 pour être précis), son ancien fonds – qui suivait la même stratégie et que

j'avais rejeté pour les mêmes soucis – avait dû créer une side pocket de près de 50% de ses actifs, et que sa liquidation n'était toujours pas terminée. Curieusement, il n'en faisait aucune mention dans sa présentation marketing. Mémoire courte ou sélective ? Ses investisseurs jugeront. Malgré ceci, et pour être clair, je n'ai rien contre l'illiquidité dans les hedge funds. En fait, elle peut même être assez intéressante mais seulement à deux conditions. Elle doit être suffisamment rémunérée, et surtout, elle doit être exploitée dans un produit lui-même suffisamment illiquide.

Une étude réalisée sur notre univers d'investissement en hedge funds (tous les fonds dans lesquels avons investi historiquement depuis 2001, sans biais de survivant) montre l'existence d'une prime d'illiquidité assez importante. En passant d'un univers de hedge funds mensuels à un univers de gérants trimestriels, on peut espérer gagner en moyenne un supplément de 2% p.a. En passant d'un univers trimestriel à un univers annuel, on peut gagner en moyenne un supplément de 3% p.a. Et depuis la crise de 2008, ces primes de liquidités ont nettement augmenté. Certes, cette étude ne couvre que notre univers d'investissement, et elle peut être critiquée pour son manque de représentativité de l'univers des hedge funds. Le fait est qu'elle est représentative pour nous, qu'elle est représentative de notre capital investi, que ce que font les 10'000 gérants de hedge funds « en moyenne » nous importe peu.

*Nous aimons l'illiquidité,
mais à condition d'être
payés pour la subir*

En 2016, notre fonds de hedge funds dit « illiquide » affiche une performance proche de 10%. Il a une liquidité annuelle, ce qui en décourage plus d'un – et c'est mieux ainsi. Mais les opportunités d'investissement ayant un tel rendement se font rares et nous avons fait le choix de rendre du capital à nos investisseurs. La quête du « yield » a en effet commencé à toucher les actifs moins liquides, poussant leurs rentabilités futures à la baisse. Rappelons-le, nous aimons l'illiquidité, mais à condition d'être payés pour la subir. Dans le cas contraire, nous préférons laisser les autres jouer. L

FONDS IMMOBILIERS: RENDRE LIQUIDE LE PLACEMENT ILLIQUIDE

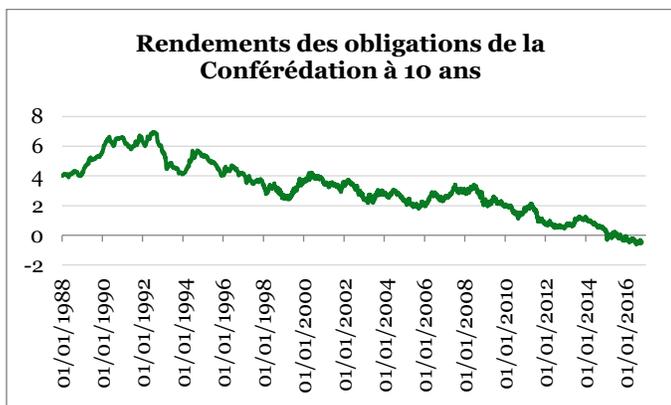
Michel Dominicé, associé senior chez Dominicé & Co Asset Management

L'illiquidité source de rendements

Les taux d'intérêt nuls ou négatifs que nous connaissons en francs suisses depuis plusieurs années ainsi que dans la plupart des grandes monnaies ont exercé une pression nouvelle sur les gérants de fortune. Jusque-là, ils étaient habitués à se confiner aux actifs liquides. Les actions cotées et les obligations constituaient généralement l'essentiel de leur univers d'investissement. Mais la baisse des rendements obligataires amorcée depuis la fin des années 80 a atteint des niveaux inédits. En franc suisse, pour la première fois de l'histoire, les obligations de la confédération à 10 ans ont affiché à partir de janvier 2015 des rendements à maturité négatifs (voir graphique 1).



Michel Dominicé



Graphique 1 (source : BNS)

La recherche de la performance a créé un engouement renouvelé pour les actifs offrant toutes sortes de primes de risque, notamment les obligations à haut rendement ainsi que les actions. De part et d'autre, la demande accrue des investisseurs a diminué les primes ce qui s'est traduit par une réduction des spreads obligataires et une appréciation des bourses. Les primes de risque liées à la relative illiquidité des actifs ont aussi stimulé la demande de la part des investisseurs mais dans une moindre

mesure tant la crise de 2008 a créé de traumatisme dans ce domaine. C'est dire que le risque d'illiquidité est en fait un de ceux qui rémunère le plus généreusement les investisseurs dans l'environnement actuel. C'est pourquoi les taux obligataires très bas n'ont pas entraîné de chutes comparables dans les rendements de l'immobilier et l'immobilier est resté une source de rendements tout-à-fait acceptables.

Le risque d'illiquidité est un de ceux qui rémunère le plus généreusement les investisseurs dans l'environnement actuel

La structure du fonds immobilier pour créer la liquidité

Investir dans l'immobilier à travers des fonds permet de profiter de ses rendements tout en se donnant la possibilité de trouver de la liquidité. En effet, tandis que les biens immobiliers sont typiquement peu liquides et que les transactions sont coûteuses, un promoteur de fonds peut créer un marché des parts qui peut devenir relativement liquide. Ce degré de liquidité dépend de plusieurs facteurs : la taille du fonds bien évidemment, mais plus encore le nombre d'investisseurs. Plus il y en a, plus les parts tendent à être liquides.

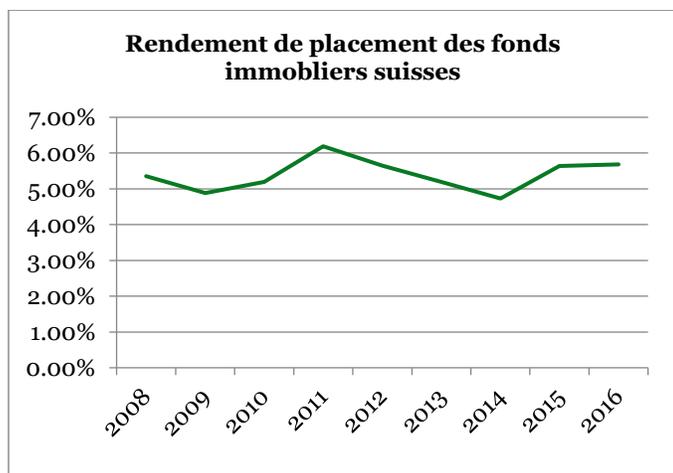


Projet immobilier à Genève (source : Ville de Genève)

La diversité du type d'investisseurs comme par exemple des personnes privées mêlées à des investisseurs institutionnels aide à stimuler le marché car les investisseurs dans le fonds ne réagissent pas forcément aux mêmes signaux dans leurs décisions de placement. La présence d'un agent facilitateur prêt à fournir des parts au marché ou au contraire à en reprendre en tout temps est très importante, notamment dans un marché naissant. Ce même agent, peut aider à réaliser les transactions importantes en recherchant des contreparties pour des grandes quantités de parts offertes ou demandées.

La propriété indirecte, ses attraits et ses défauts

Pour beaucoup d'investisseurs, l'immobilier est perçu comme une valeur stable et tangible, qui permet de faire fructifier son capital sous son contrôle direct et sans passer par des intermédiaires. De ce point de vue, le fonds immobilier ne conserve que partiellement ces qualités. Il y a un intermédiaire, l'opérateur du fonds, entre les immeubles et le détenteur du capital. Cette situation présente aussi des avantages : l'investisseur est déchargé du souci du propriétaire, il n'a pas de temps à consacrer à la chose et il peut se reposer sur une équipe de gestion professionnelle, le tout sous la protection du système de surveillance propres aux placements collectifs de capitaux.



Graphique 2 (source : Swiss Fund Data)

Le fonds immobilier apparaît dès lors comme l'outil idéal pour l'investisseur passif, cela d'autant plus qu'il est assorti en Suisse d'un réel avantage fiscal puisque le fonds paie les impôts à des taux avantageux sur le revenu ainsi que ceux sur la fortune pour le compte du porteur de parts. Les performances affichées sont donc nettes de tout impôt. Cet avantage existe à condition que le fonds détienne les immeubles en propriété directe plutôt que via des sociétés anonymes.

*L'immobilier bénéficie
d'un rendement moyen
d'environ 4% en Suisse, ce
qui procure à
l'investisseur une
protection que les
obligations n'offrent pas*

Les résultats des fonds immobiliers suisses ont été tout-à-fait probants ces dernières années comme on le constate sur le graphique 2 qui montre une performance annuelle moyenne de près de 5.4% et assez régulières à travers les années. Pour l'avenir, il est clair qu'une hausse éventuelle des taux d'intérêt pourrait affecter le prix de l'immobilier, mais il convient de rappeler que l'immobilier bénéficie encore d'un rendement moyen d'environ 4% en Suisse ce qui procure à l'investisseur une protection que les obligations n'offrent pas.



PRIVATE EQUITY : TOUJOURS INTÉRESSANT, MAIS MOINS ATTRAYANT QU'IL N'Y PARAÎT

Sébastien Gyger, PhD, CFA, consultant indépendant,

Serge Ledermann, Directeur et administrateur de 1959 | Advisors

La dynamique de l'industrie du private equity (PE, soit la gestion de portefeuilles en actions non cotées) a été très



Sébastien Gyger

favorable aux gérants spécialisés dans cette classe d'actifs tout au long du long cycle boursier des 30 dernières années. Actuellement, le degré de satisfaction des investisseurs institutionnels est particulièrement élevé puisque 71% des sondés déclarent avoir une appréciation positive du PE, alors que seuls 4% en ont une

image négative, selon le dernier rapport trimestriel de Preqin¹. En outre, plus de la moitié des institutions affirment vouloir augmenter leur allocation au private equity dans le futur.

Actuellement 71% des investisseurs institutionnels déclarent avoir une appréciation positive du private equity

L'environnement financier actuel force la recherche de nouvelles sources de performance

La compression des taux d'intérêt, la volatilité des actifs cotés, des performances plus modestes des actifs

traditionnels et les incertitudes politiques sont les arguments généralement avancés pour motiver une exposition plus marquée au PE. Pour satisfaire leur objectif de performance, les fonds de pension, les fondations, les family-offices notamment cherchent à diversifier leur spectre d'actifs.

Alors qu'il y a vingt ans, la grande majorité des investisseurs suisses étaient capables d'atteindre leurs objectifs annuels de performance avec un portefeuille à caractère conservateur composé de 75% d'obligations et de 25% d'actions, l'environnement actuel ne le permet plus. Ils prennent donc plus de risques pour atteindre les rendements recherchés. Nous constatons ainsi que leurs allocations ont désormais intégré de l'immobilier pour le rendement attendu et/ou du PE pour l'attractivité du couple rendement-risque. Une meilleure connaissance de la classe d'actifs et un coup d'œil plus approfondi nous permettent de procéder à une analyse non-partisane de ce dernier point.

Un profil de risque souvent sous-estimé

Les bases de données, dont celle de Cambridge Associates, et la recherche s'accordent sur le fait que la



Serge Ledermann

performance du marché privé des actions est supérieure à celle du marché public : l'écart en faveur du PE se situe en moyenne entre 3% et 4% par année.² Sur une période de 25 ans, allant de juin 1991 à juin 2016, un indice PE de type « buyout & growth » affiche un taux de rentabilité interne annualisé de 13.3% (en guise de comparaison, les indices Dow

Jones Industrial Average et S&P 500 ont respectivement produit des performances annuelles cumulées de 10.1% et de 9.4%).

L'investisseur est rémunéré par une prime d'illiquidité pour le risque qu'il prend de détenir des actifs pour une très longue période de temps avec une possibilité très

¹ Prequin Quarterly Update: Private Equity & Venture Capital, Q3 2016

² Cambridge Associates, Buyout & Growth Equity Index and Selected Benchmark Statistics, June 30, 2016

limitée de les vendre avant le retour complet sur investissement. A noter que dans cette estimation, la prime d'illiquidité englobe aussi d'autres primes de risque comme les biais de style « taille » (petites et micro-capitalisations) et « value ». La question du risque n'est pas triviale car mesuré par l'écart-type des performances observées, le risque réel du PE est largement sous-estimé.

*La question du risque
n'est pas triviale car
mesuré par l'écart-type
des performances
observées, le risque réel
du PE est largement sous-
estimé*

Deux raisons motivent ce constat : l'asymétrie de la commission liée à la performance et surtout la pratique de valorisation (au mieux trimestrielle) des biens qui induit un lissage de la performance sur plusieurs années.

Corrigé de ces effets, le risque réel du PE est supérieur de plusieurs points au risque observé. Il est même supérieur à celui d'un indice coté sur les actions : de décembre 1996 à juin 2014, l'écart-type retraité et annualisé de l'indice PE se situe à 22%, contre 12% lorsqu'il est estimé de manière naïve et 18% pour les actions américaines cotées.³ Ainsi, l'attractivité du PE par unité de risque diminue. Elle reste néanmoins supérieure aux classes d'actifs traditionnelles.

Un déséquilibre croissant entre l'offre et la demande

Aujourd'hui, la demande reste toujours soutenue pour le PE avec plus de 1'800 fonds qui visent 500 milliards de dollar d'engagement, un nouveau record. Cette demande est renforcée par les versements de capitaux qui ont

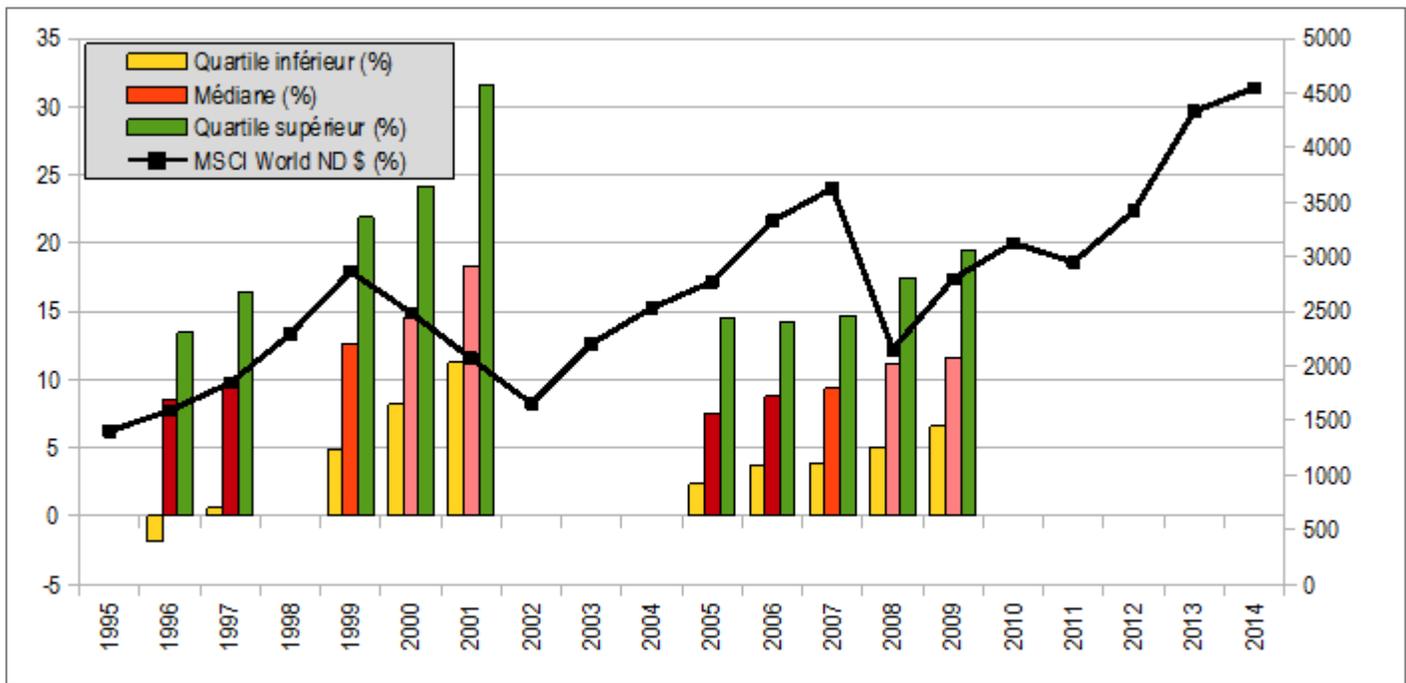
surpassé les appels de fonds au cours des cinq dernières années, une tendance qui s'est fortement accentuée en 2014 et en 2015. Dans un environnement de taux faibles, 3% de performance supplémentaire font une énorme différence.

Du côté de l'offre, le nombre de transactions et leur valeur totale fléchissent en 2016, aussi bien en ce qui concerne le « venture capital » que le « buyout ». Une demande en constante augmentation, une offre qui se contracte, des marchés actions privés et publics qui ne sont pas étanches (l'un par rapport à l'autre) se traduisent par des niveaux de valorisations pour le PE de plus en plus élevés en comparaison historique. Par conséquent, nous éviterons l'approche qui consiste à prendre la moyenne historique des rendements comme scénario central pour les performances futures. Celles-ci seront assurément moins élevées que la norme des 25 dernières années.

Le cycle du PE suit le cycle des marchés publics

Quelles conclusions pouvons-nous tirer de la performance des différentes cuvées de PE ? Est-il possible d'anticiper les points d'entrée ? Le graphique page suivante apporte quelques réponses. Nous affichons la performance cumulée d'un indice actions monde en noir et la performance de certaines cuvées de private equity au moyen des barres de couleur : en orange les cuvées qui correspondent aux pics du marché coté en 1999 puis en 2007, en saumon les cuvées qui suivent un pic, soit 2000, 2001 et 2008, 2009 et en rouge les cuvées qui ont produit les performances les plus faibles en amont des pics, à savoir 1996 et 1997 puis 2005 et 2006. Avec une performance inférieure de 4.5% à la médiane, nous constatons que ce sont les cuvées qui précèdent de 1 à 3 ans les plus hauts de marché qui sont les moins performantes ; à l'opposé, les cuvées qui suivent directement un pic produisent des rendements qui sont supérieurs. Etant déjà bien avancé dans le cycle, nous remarquons que certains gérants sont graduellement en train de positionner leurs portefeuilles de manière plus défensive.

³ The Components of Private Equity Performance: Implications for Portfolio Choice, Will Kinlaw, Mark Kritzman, and Jason Mao, The Journal of Alternative Investments, Fall 2015, Vol. 18, No. 2.



Source : MSCI et Cambridge Associates ; calculs : Gyger et Ledermann. La courbe noire montre le MSCI Monde dividendes réinvestis en USD sur l'axe de droite. Les barres verticales représentent la performance du private equity, estimée par le taux de rendement interne (IRR) net de frais. En vert, la performance frontière du quartile supérieur, en jaune celle du quartile inférieur. Entre les deux, la performance médiane, par cuvée (vintage).

Une planification globale de la gestion du patrimoine s'avère nécessaire en amont

Nous observons également une dispersion marquée entre le quartile inférieur de performance et le quartile supérieur (en jaune, respectivement en vert sur le graphique). Les experts de McKinsey arrivent à une conclusion identique ; ils ajoutent que la persistance des rendements n'est plus aussi prononcée que par le passé, à savoir la capacité qu'ont les meilleurs gérants de PE à reproduire leur performance d'un fonds à l'autre.⁴

Par ailleurs, l'industrie porte dorénavant ses efforts de création de valeur sur l'amélioration des résultats opérationnels plutôt que par des mécanismes d'ingénierie financière. La valeur ajoutée est plus durable et de meilleure qualité, mais elle devient plus rare à trouver.

Ceci dit, la performance passée et la longueur du track-record restent les facteurs de choix des investisseurs lorsqu'ils sélectionnent leurs gérants de PE, alors que la stratégie poursuivie et l'alignement des intérêts n'arrivent

qu'en 3^e et dernière position. Nous envisageons que ces critères tendront à s'équilibrer dans le futur.

Avant d'entamer le travail de sélection, nous élaborons avec les clients une stratégie globale de planification de la gestion de leur patrimoine qui vise à placer chaque actif dans le contexte global du portefeuille, nous définissons notamment les objectifs de placement et identifions les besoins futurs de liquidités.

L'horizon de temps d'un investissement en PE se situe en moyenne entre 10 ans et 12 ans

N'oublions pas que l'horizon de temps d'un investissement en PE se situe en moyenne entre 10 ans et

⁴ McKinsey&Company, Private equity: Changing perceptions and new realities, April 2014.

12 ans (ce qui correspond à la durée d'un mariage à Londres, New York ou Tokyo...), que le risque sous-jacent est un risque actions, et finalement que plus la part des actifs illiquides est élevée en portefeuille, plus la flexibilité stratégique est limitée, et plus le pilotage du risque devient difficile à mettre en œuvre de manière efficace.

Enfin, n'oublions pas que la dynamique d'investissement propre au PE est de participer régulièrement (année après année) à des tours de financement (vintage), donc un investissement unique dans ce type d'actif n'est pas recommandé.

Plusieurs types d'instruments sont disponibles pour les investisseurs

Le « buyout » suivi du « venture capital » restent les stratégies les plus prisées des investisseurs ; la première pour la stabilité de son profil de risque, la seconde pour l'éventualité d'une performance se situant bien au-dessus de la moyenne.

Depuis 2008, force est de constater que les mandats dédiés ont graduellement pris des parts de marchés aux fonds de fonds. Un mandat spécifique présente des avantages pour l'investisseur, comme une plus grande flexibilité d'investissement ; il permet aussi au client de mieux s'impliquer dans la prise de décision et de bénéficier d'une structure de frais plus favorable. Une solution d'investissement mutualisée est généralement la reconnaissance d'un manque de ressources et d'expérience, d'une recherche de diversification associée à une plus petite taille de portefeuille. A l'opposé, l'investisseur plus sophistiqué optera généralement pour une stratégie plus concentrée dans des fonds spécifiques et la possibilité d'investir directement par le biais de co-investissements.

Dans un troisième registre, le private equity coté peut être comparé aux sociétés d'investissement immobilières. À la

liquidité plus abondante se heurtent des corrélations plus importantes avec les cours des indices boursiers. Cette solution ne nous convainc guère et nous lui préférons nettement une sélection de fonds actions, concentrés, avec des méthodes d'analyses empruntées à l'industrie, notamment l'étude des cash-flows et du coût du capital, la pérennité du modèle d'activité et la valeur des actifs. L'approche caractéristique du private equity demeure, diminuée de la prime d'illiquidité.

*À la liquidité plus
abondante du private
equity coté se heurtent des
corrélations plus
importantes avec les
cours des indices
boursiers*

Nous concluons cette revue en relevant que le private equity a encore de beaux jours devant lui, car dans l'environnement de marché actuel la demande reste très soutenue. Nous soulignons aussi que les cycles du PE et des actions cotées sont interdépendants et qu'il serait erroné de voir le PE en isolation des autres actifs en portefeuille.

Finalement, le PE n'échappe pas aux grandes tendances observées dans l'industrie de la gestion d'actifs, à savoir des rendements attendus plus maigres, une compétition plus féroce, et la demande des clients pour une meilleure transparence et vers plus de personnalisation.

L

CHAQUE SEGMENT DE MARCHÉ POSSÈDE SA PROPRE DYNAMIQUE DE LIQUIDITÉ

Antoine Briant, CEO de amLeague

Lancé en juin 2010, amLeague a pour objectif de fournir aux investisseurs (institutionnels, multimanagers, conseillers en gestion, etc.) un standard de mesure de performance des gérants d'actifs au sein d'univers réellement homogènes.

Pour ce faire, elle recueille auprès d'un club d'investisseurs, pour les classes d'actifs qui les intéressent, une série de données. Les règles de gestion et l'univers d'investissement que les gérants d'actifs vont devoir respecter correspondent généralement aux règles des fonds UCITS. Les gérants vont venir, en toute transparence, gérer un portefeuille notionnel (portefeuille papier) mais dans des conditions réelles : horo-



Antoine Briant

datage des ordres, « exécution des ordres » auprès d'un broker partenaire... Les portefeuilles sont traités de manière équivalente sur la plateforme, avec les mêmes règles de valorisation et les mêmes mesures de performance financière et extra-financière. Toutes les métriques sont données pour le portefeuille, le détail de ce dernier n'étant jamais divulgué.

Ainsi, à mi-novembre 2016, ce sont plus de 40 gérants d'actifs qui démontrent sur la plateforme amLeague leurs capacités à créer de la performance financière et/ou extra-financière au sein de 84 portefeuilles répartis sur 6 univers homogènes : actions euro, actions Europe, actions Europe SRI, actions internationales, actions internationales Bas Carbone (sponsorisée par l'ERAFP⁵) et multi asset class. Toutes les données sont en libre accès sur www.am-league.com, l'investisseur pouvant même choisir sa période d'observation des gérants.

Le G20 et les autorités de contrôle s'y penchent afin d'en évaluer l'impact systémique, vu qu'amLeague présente

pour chacun des portefeuilles le coût de liquidation des portefeuilles calculé par ITG.⁶ Ainsi, pour chacun des titres, ITG communique le coût de liquidation si le gérant devait vendre 10%, 20% et 50% de son portefeuille, amLeague en présentant la synthèse par portefeuille. Cette information n'est toutefois pas applicable en cas de risque extrême sur les marchés. Cependant, elle permet d'en déduire le coût que subirait l'ensemble du portefeuille si l'on vendait proportionnellement 10%, 20% ou 50% de chacune des lignes : lorsque le gérant est sur des valeurs très liquides, le coût de liquidation de portefeuille est réduit alors qu'un portefeuille plus investi sur des valeurs moins liquides présente un coût plus élevé.

Dans le cas présent, nous regarderons plus particulièrement le coût de liquidation en cas de cession de 10% du portefeuille, considérant que dans des conditions normales de liquidité des marchés, un gérant peut être amené régulièrement à arbitrer son portefeuille dans cette proportion.

En fonction des univers d'investissement, l'amplitude entre le gérant au coût de liquidation le plus faible et celui au coût le plus élevé peut varier du double au quintuple :

- Actions Euro : de 6 à 12 bps
- Actions Europe : de 5 à 20 bps
- Actions Europe SRI : de 6 à 9 bps
- Actions Internationales : de 4 à 8 bps
- Actions Internationales Bas Carbone : de 4 à 20 bps

Si l'on regarde de manière plus approfondie l'univers des actions internationales (mandats Global Equities et Global Equities Low Carbon repris dans le tableau page suivante), on remarque que le portefeuille présentant le coût de liquidation le plus faible est un portefeuille de plus de 300 valeurs, aucune ne dépassant individuellement 2% du portefeuille, alors que celui présentant le coût le plus élevé est un portefeuille d'environ 80 lignes plus concentrées puisque 20 d'entre elles représentent plus de 60% du portefeuille. Le poids affecté aux valeurs de plus

⁵ Établissement de Retraite Additionnelle de la Fonction Publique : établissement public administratif sous tutelle de l'État français en charge de la gestion du Régime de Retraite additionnelle de la Fonction publique.

⁶ ITG est un broker international, partenaire d'amLeague pour la fourniture des prix des transactions opérées par les gérants d'actifs.

faible capitalisation est proportionnellement plus élevé que dans le portefeuille de 300 valeurs.

Pour l'investisseur final, la liquidité de son portefeuille résulte donc de deux facteurs:

- l'un, qu'on pourrait qualifier "de marché", qui résulte de la plus ou moins bonne liquidité des valeurs retenues

- l'autre, qu'on pourrait qualifier "de gestion", qui résulte du fait que le gérant assemble les titres qu'il préfère selon une construction de portefeuille (= nombre de lignes + pondération de chaque ligne) qui permet d'améliorer (ou pas) la liquidité combinée du portefeuille par rapport à la liquidité moyenne des "ingrédients disponibles".

1

Univers amLeague	Société de Gestion	10% liquidation cost (bps)
Global Equities	AllianzGI Best Styles Global strategy	4
Global Low Carbon	Impax Smart Carbon	4
Global Low Carbon	MCM Carbon Efficiency Strategy	4
Global Equities	Ossiam Global Minimum Variance	4
Global Equities	AB	5
Global Low Carbon	AXA IM Global SmartBeta Equity ESG Low Carbon	5
Global Low Carbon	THEAM Index Decarb50	5
Global Equities	AllianzGI High Alpha Strategy	6
Global Equities	Degroof Petercam	6
Global Equities	Etho Global Climate Leaderships Index	6
Global Equities	Swiss Life Asset Managers	6
Global Equities	amaika	7
Global Equities	Roche-Brune AM	7
Global Equities	VIA AM World	7
Global Equities	ECOFI Investissements	8
Global Equities	THEAM BNP PARIBAS GROUP	8
Global Low Carbon	AllianzGI Global Sustainability	9
Global Equities	Ed. de Rothschild AM	9
Global Low Carbon	OFI Global Low Carbon ISR	9
Global Low Carbon	Wells Fargo MWCM Global Intrinsic Equity Low Carbon	9
Global Low Carbon	Deutsche AM	10
Global Low Carbon	EDR Global Equities Low Carbon	12
Global Low Carbon	HSBC Global Low Carbon	12
Global Low Carbon	La Française Inflection Point Global Low Carbon	12
Global Low Carbon	NN Investment Partners Global Low Carbon Equity	12
Global Low Carbon	THEAM DEFI Decarb50	12
Global Low Carbon	UBS Global Sustainable Low Carbon Equity Portfolio	12
Global Low Carbon	Alliance Trust Investments	13
Global Low Carbon	ECOFI GLOBAL LOW CARBON	13
Global Low Carbon	Roche-Brune Global Low Carbon	14
Global Low Carbon	RBC Global Equities - Fonds d'Avenir	15
Global Low Carbon	Invesco Global Low Carbon	16
Global Low Carbon	SLI Global Equity Low Carbon Portfolio	18
Global Low Carbon	Pioneer Global Low Carbon Equity	20
Global Low Carbon	J. Safra Sarasin Sustainable Low Carbon	21

Source : am-league.com
Données au 28.11.2016

INVESTIR SUR LES DIVIDENDES ANTICIPÉS

Driss Wahmane, gérant d'Ellipsis Euro Dividend Fund chez Ellipsis AM

Une thématique d'investissement diversifiante permettant de s'exposer aux résultats des entreprises, tout en cherchant à limiter le risque lié à la valorisation des actions.

Investir sur la thématique des dividendes, ça consiste en quoi précisément ?

Tout d'abord, il convient de bien préciser que contrairement à de nombreux fonds sur le marché, notre objectif n'est pas d'investir dans les actions à haut rendement ou présentant des capacités à accroître leur dividende, mais à investir directement sur le marché des dividendes anticipés (dits « dividendes implicites »).



Driss Wahmane

En effet, depuis 2008, il existe un marché listé de contrats à terme sur les dividendes versés au titre des actions composant l'indice EURO STOXX 50®. Les dix prochaines échéances annuelles sont cotées. L'intérêt de cette classe d'actifs réside dans le fait que le marché des dividendes implicites est structurellement déséquilibré entre d'un côté les

vendeurs naturels que sont les banques d'investissement qui cherchent à couvrir le risque lié aux dividendes des produits structurés qu'elles ont émis, et d'autre part un nombre plus limité d'acteurs à l'achat (asset manager, assureur, hedge fund...). Il s'échange quotidiennement sur ce marché plus de 200 millions d'euros⁷, avec une position ouverte supérieure à 11,2 milliards d'euros. Le très net accroissement de la liquidité observé depuis quelques années permet de mettre en place des stratégies sur cette classe d'actifs.

⁷ Source : Bloomberg, 30/10/2016 - volume quotidien médian calculé entre le 04/01/2016 et le 30/10/2016.

⁸ Valorisation du marché sur la base des futures EURO STOXX 50®. Source : Bloomberg, 31/10/2016.

Le marché des dividendes implicites est structurellement déséquilibré entre les vendeurs naturels que sont les banques d'investissement et un nombre plus limité d'acheteurs

Chez Ellipsis AM, nous cherchons ainsi à tirer profit de l'écart entre les anticipations des analystes et ce qui est réellement coté par le marché. Avec une baisse attendue des dividendes de l'EURO STOXX 50® de l'ordre de 4,2% par an jusqu'en 2020⁸, le marché des dividendes implicites nous paraît particulièrement pessimiste. Il anticipe clairement une récession marquée et prolongée en zone Euro, un scénario auquel nous n'adhérons pas à l'instar du consensus des analystes IBES qui anticipe une croissance moyenne de 2,1% par an⁹.

5 PRINCIPALES CONTRIBUTIONS AU CONSENSUS IBES

	Points	
Total	11,25	FRANCE PÉTROLE & GAZ
Sanofi	5,40	FRANCE SANTÉ
Daimler	5,18	ALLEMAGNE AUTOMOBILES
Allianz	5,18	ALLEMAGNE ASSURANCE
Siemens	4,52	ALLEMAGNE BIENS INDUSTRIELS

Contribution en points d'indice à l'estimation du consensus IBES.

Source : Ellipsis AM, données au 31/10/2016

⁹ Valorisation du marché sur la base du consensus des futures de dividendes de l'EURO STOXX 50®. Source : Bloomberg, 31/10/2016.

Quelle est votre philosophie d'investissement et quels sont les risques sur ce type de produit ?

Bien que la décote structurelle des dividendes implicites soit visible pour l'ensemble des maturités, nous sommes convaincus qu'il y a davantage de valeur à capter sur les échéances les plus courtes. En effet, celles-ci vont bénéficier d'un plus fort ancrage sur les fondamentaux des sociétés et vont mécaniquement converger vers leur niveau de réalisation avec le passage du temps. Cet horizon fini nous permet de comparer les dividendes de maturités courtes à un actif réel.

Les maturités les plus courtes offrent une meilleure visibilité à la fois sur les estimations bénéficiaires et sur la composition de l'indice

Par ailleurs, nous favorisons une approche « bottom-up » qui vise à analyser individuellement valeur par valeur le niveau de dividende attendu afin d'évaluer la décote potentielle des différentes échéances des futures sur l'indice EURO STOXX 50®. Dans ce sens, les maturités les plus courtes offrent une meilleure visibilité à la fois sur les estimations bénéficiaires et sur la composition de l'indice.

Enfin, l'allocation se fait en fonction du profil rendement/risque de chacune des maturités. Plus le temps restant jusqu'à l'échéance est important, plus le future de dividende aura de sensibilité au marché action et donc de volatilité.

Les épisodes d'aversion pour le risque auront un impact plus important sur la valorisation des dividendes implicites d'échéance lointaine. A l'inverse, les maturités les plus courtes incorporent une proportion plus importante de risque lié aux annonces bénéficiaires et pourront être pénalisées par des révisions d'anticipations

de dividendes par les analystes. Notre métier de gérant consistera alors à allouer l'exposition du portefeuille dans un univers d'investissement limité aux échéances les plus courtes tout en tenant compte des risques spécifiques aux différentes maturités.

En quoi votre fonds est-il adapté au contexte actuel ?

Premièrement, le timing nous paraît particulièrement intéressant pour bénéficier de la dynamique de convergence vers les niveaux de réalisation sur les échéances décembre 2017 et 2018. En effet, plus de 80% des dividendes qui seront versés au cours de l'année 2017 le seront au titre de l'exercice comptable qui va s'achever au 31 décembre 2016 et seront annoncés au cours du premier trimestre de l'année. Ainsi à horizon 6 mois, la majeure partie de l'incertitude portant sur l'échéance 2017 sera levée et nous devrions avoir une bonne visibilité sur les politiques de dividendes pour l'année 2018. Il s'agit des deux échéances sur lesquelles le fonds est actuellement investi.

Deuxièmement, le positionnement du fonds permet de limiter le risque de mark to market grâce à son ancrage sur les fondamentaux des sociétés européennes. Ainsi dans un environnement particulièrement volatil, les dividendes implicites de maturité courte ont fait preuve de résilience.

Enfin, Ellipsis Euro Dividend Fund peut représenter une alternative intéressante pour les investisseurs recherchant un produit de portage dans un environnement de taux bas, et ceci en n'ayant aucune sensibilité au risque de remontée des taux.

Cette stratégie est intéressante dans un environnement de taux bas car n'ayant aucune sensibilité au risque de remontée des taux

Comment s'est comporté le fonds depuis 5 ans et depuis le début d'année ?

Depuis le début de l'année 2016, les dividendes implicites de maturité courte se sont bien comportés et ont réussi à capter la prime de risque spécifique à ce marché. Ceci a permis à Ellipsis Euro Dividend Fund d'afficher une performance en hausse de +5,37% à fin octobre 2016 alors que l'EUROSTOXX 50® recule de -4,5%. Il surperforme ainsi son indicateur de référence (EURO STOXX 50® Dividend Points Futures) et le marché action de respectivement 2,1% et 9,9%, tout en maintenant une volatilité limitée à 7,2% soit 3,3 fois inférieure à celle du marché action. Le fonds affiche ainsi un ratio de Sharpe non annualisé intéressant de 0,78 contre 0,31 pour son indicateur de référence.



Source : Ellipsis AM, données au 31/10/2016

Si l'on regarde le comportement historique d'Ellipsis Euro Dividend Fund, le fonds réalise sur 5 ans une performance annualisée de +3,98%, avec notamment +7,8% et +9% respectivement en 2012 et 2013.

Néanmoins, en période de marché particulièrement haussier, le fonds a eu tendance à sous-performer son indicateur de performance, comme ce fut le cas ces 2 années. Son indicateur de référence, l'indice EUROSTOXX 50® Dividend Points Future, est composé des cinq premières échéances annuelles de future en quantité égale. Par construction, sa sensibilité au marché action est donc plus importante que celle du fonds.

Quel est son positionnement actuel ?

Le fonds est aujourd'hui exposé à près de 80% à la maturité 2018 qui représente le cœur du portefeuille du fait de son potentiel haussier qui nous semble attractif. Notre allocation nous permet d'afficher une décote annualisée de 6,4%¹⁰ en se basant sur les estimations du consensus IBES.

Par ailleurs, le bêta et la corrélation ex-ante restent limités à respectivement 31% et 4,6% tout en n'étant pas exposé au risque de taux.

1

¹⁰ La décote annualisée représente la décote des prix des futures de dividendes composant le FCP par rapport aux estimations du consensus IBES, annualisée sur l'horizon de convergence de ces futures. Elle est calculée en fonction de l'allocation du FCP en se basant sur les estimations du consensus IBES au 31/10/2016. Les projections

et objectifs de performance sont fondées sur des hypothèses de marché arrêtées par Ellipsis AM. Ces estimations sont susceptibles d'être revues et ne constituent en aucun cas une promesse de rendement ou de performance.

DE L'INTÉRÊT CROISSANT POUR LES PLACEMENTS MOINS LIQUIDES DANS LA QUÊTE DE RENDEMENTS PLUS ÉLEVÉS

Mark Cernicky, Spécialiste Produit pour Principal
Global Fixed Income

La quête de rendement sur les marchés obligataires a évolué depuis le début de l'assouplissement quantitatif (QE) engagé à l'échelle mondiale en 2011. Dans leur quête, les investisseurs favorisaient des titres assortis d'une qualité de crédit inférieure et d'une plus longue durée dans les secteurs obligataires traditionnels.



Mark Cernicky

Aujourd'hui, les investisseurs profitent des avantages que présente la prime d'illiquidité de certains titres obligataires non traditionnels. Ces avantages se manifestent non seulement sous forme de rendement supplémentaire, mais aussi de diversification par rapport aux titres obligataires traditionnels et en termes de capacité à réduire le risque des investisseurs dans les derniers stades du cycle du crédit.

La transition entre stratégies obligataires traditionnelles et stratégies illiquides s'est produite aux deux extrémités de l'éventail des qualités de crédit. Plus précisément, les investisseurs ont eu recours aux créances titrisées (securitized debt) pour compléter leur allocation actuelle en titres à haut rendement, et aux obligations municipales américaines imposables pour compléter leur stratégie traditionnelle axée sur les titres de créance américains de qualité Investment Grade.

*La transition entre
stratégies obligataires
traditionnelles et
stratégies illiquides s'est
produite aux deux
extrémités de l'éventail
des qualités de crédit*

Cet article présente un aperçu de plusieurs placements moins liquides qui suscitent l'intérêt des investisseurs et souligne les avantages de ces investissements par rapport à la dette privée, comme les prêts directs.

Obligations municipales américaines : une source fondamentale de titres de créance liés aux infrastructures

La source la plus importante de dette liée aux infrastructures est le marché des obligations municipales américaines. Ces obligations financent les dépenses générales ou servent à financer des projets spécifiques engagés par l'État, les collectivités locales et les universités publiques. Parmi ces projets figurent par exemple la construction de ponts et de lignes de métro. D'autre part, les obligations municipales imposables offrent un rendement analogue et une notation moyenne plus élevée que celle des obligations d'entreprises notées Investment Grade. En outre, dans la mesure où le marché des obligations municipales imposables (470 milliards USD) se compose aux 2/3 d'obligations liées aux revenus des projets d'infrastructure publics locaux, ces titres affichent une faible corrélation avec les autres classes d'actifs obligataires. Parmi les plus importantes obligations d'infrastructure, on relève :

- Les obligations liées aux péages perçus sur les ponts, axes routiers et passages souterrains dans les grandes régions métropolitaines des États-Unis ;
- Les obligations liées aux universités ; et
- Les obligations liées aux projets d'infrastructure publics.

Les placements privés offrent une protection contractuelle et un rendement supplémentaire

Les placements privés sont des titres de créance non nominatifs généralement émis par des entreprises de qualité Investment Grade et proposés à un petit groupe d'investisseurs institutionnels qui ont les moyens de les

évaluer et d'y accéder. C'est ce qui distingue le placement privé de la dette privée, celle-ci étant constituée de prêts directs accordés par un investisseur à une entreprise généralement plus petite.

En termes de liquidité, de rendement et de source d'approvisionnement, le placement privé de titres de créances se situe entre le prêt direct et le crédit Investment Grade

Les titres de placement privé présentent certains avantages en termes de diversification du portefeuille et offrent en moyenne un rendement supérieur de 25 points de base aux titres de dette publique de notation analogue.

En cas de défaut, les pertes sur placements privés sont moindres grâce à une meilleure protection contractuelle, qui s'apparente à celle des prêts bancaires. En outre, les investisseurs en titres de placement privé peuvent percevoir des commissions supplémentaires et des paiements anticipés lorsque les modalités du contrat obligataire sont modifiées.

En termes de liquidité, de rendement et de source d'approvisionnement, le placement privé de titres de créances se situe entre le prêt direct et le crédit Investment Grade. En outre, le secteur du placement privé est principalement composé d'entreprises de taille moyenne qui émettent des titres de créance sur 7 à 15 ans.

Dérivés MBS et CMO émis par des organismes publics américains

L'un des principaux avantages qu'offrent aux investisseurs les titres dérivés adossés à des créances hypothécaires (mortgage-backed securities, ou MBS) émis par des organismes publics américains est un rendement plus élevé lié au risque de remboursement anticipé plutôt qu'au risque de crédit. Les dérivés MBS émis par des organismes publics, ou les titres adossés à des créances hypothécaires avec flux groupés

(collateralized mortgage obligations, ou CMO) émis par des organismes publics, sont des obligations à paiement d'intérêt uniquement (Interest Only, ou IO) et à évolution anticyclique (Inverse-Interest-Only, ou IIO), qui sont structurées à partir des flux de trésorerie des MBS émis par des organismes publics américains.

Les CMO à paiement d'intérêt uniquement sont des titres qui versent uniquement les intérêts d'un groupe de MBS émis par des organismes publics américains, contrairement aux titres MBS traditionnels qui versent des paiements de capital et d'intérêts. Les titres à paiement d'intérêt uniquement et à évolution anticyclique sont les flux de trésorerie résiduels qui résultent du financement d'un MBS à coupon fixe au taux Libor majoré d'un coût de financement. Il s'agit essentiellement d'un complément aux créances hypothécaires à taux flottant, qui sont achetées par les banques.

Le principal risque lié aux titres IIO est le risque de remboursement anticipé. Le risque de remboursement anticipé constitue l'effet de levier des performances des IIO (cf. tableau page suivante). Dans la mesure où les titres IO et IIO sont adossés à des MBS émis par des organismes publics américains, il n'y a aucun risque de perte de crédit liée au défaut d'un emprunteur hypothécaire.

Investir dans des dérivés MBS permet à l'investisseur de substituer le risque de remboursement anticipé au risque de crédit

En revanche, le risque est assumé par l'un des garants immobiliers fédéraux. Le risque lié à ces CMO émis par des organismes publics est le risque de remboursement anticipé. Par conséquent, le fait d'investir dans des dérivés MBS émis par des organismes publics américains permet à l'investisseur de substituer le risque de remboursement anticipé au risque de crédit.

(A) Taux d'intérêt (Interest Rate) / Risque de convexité (Convexity Risk)				(B) Risque de remboursement anticipé (Prepayment Risk)						
Type d'instrument	Spread ajusté aux options	Durée effective (années)	Convexité effective	Vitesse de prépaiement	Modifications des taux d'intérêt (bps)					
					Analyse des scénarios					
					-100	-50	0	50	100	Bull Flattener
Corporate Bond	61 bps	4.6	0.23	Base	4.92	3.05	2.52	-0.58	-2.33	-0.19
Agency MBS (TBA)	15 bps	4.3	-4.08	Base	4.33	3.79	3.14	2.81	0.92	2.47
				110%	3.9	3.54	2.96	2.7	0.93	2.27
Agency CMO (IO)	254 bps	-3.45	-5.6	Base	-1.12	2.08	3.17	3.98	4.38	0.02
				110%	-6.23	-2.78	-1.56	-0.7	-0.12	-4.77
Agency CMO (IIO)	332 bps	7.6	-12.09	Base	10.47	8.75	7.6	8.89	3.58	-0.86
				110%	3.08	2.16	1.43	2.9	-7.73	-7.22

Source : YieldBook (20 Mai 2016) ;

La section (A) de la table compare le taux d'intérêt et les caractéristiques d'écart d'une obligation de société cotée investment grade traditionnelle et d'une agence MBS avec des titres d'IO et d'IIO; alors que la section (B) indique le rendement total de ces mêmes titres, en fonction du taux d'intérêt et du taux de remboursement anticipé. Le rendement total d'une obligation de sociétés n'est pas sensible aux vitesses de prépaiement. Le rendement total de l'IIO gagne 3,58% si le taux d'intérêt augmente de 100 pb mais perd 7,73% si les vitesses de prépaiement augmentent simultanément de 10%.

Achat et conservation des titres de créance Investment Grade : prime liée au fait d'investir dans des obligations peu négociées

Deux tendances dominent le marché des obligations d'entreprises Investment Grade depuis le début du QE. La première est l'augmentation significative des nouveaux émetteurs arrivant sur le marché. La deuxième est que, dans la mesure où les marchés des titres de créance Investment Grade sont devenus moins liquides, il est possible d'obtenir des primes plus élevées en investissant dans ces obligations « peu prisées ».

Pour saisir ces deux opportunités, les investisseurs ont opté pour des stratégies d'acquisition à long terme de titres de créance Investment Grade hors indice de référence. Les portefeuilles « Buy and Maintain » sont élaborés en cherchant le rendement le plus attrayant fondé sur la capacité des gérants à assumer le risque de crédit d'une entreprise au cours des trois à cinq prochaines années, indépendamment de sa pondération dans un indice.

Source d'approvisionnement : comment accéder à ces obligations ?

Les stratégies identifiées ci-dessus ne s'apparentent pas aux fonds de dette privée ou à d'autres stratégies de crédit illiquides (prêts directs) qui contraignent les investisseurs à mobiliser leurs capitaux pendant une longue période et qui présentent une longue courbe en J (J-curve). Les actifs des quatre stratégies identifiées ci-dessus ont une courbe en J beaucoup plus courte dans la mesure où ils peuvent être issus des marchés tant primaire que secondaire, ce qui offre plusieurs avantages par rapport aux stratégies de crédit illiquides.

- **Visibilité de l'offre** : il existe un marché des nouvelles émissions pour les placements privés, qui représente environ 50 à 60 milliards USD. Les obligations municipales américaines imposables se négocient à la fois sur un marché primaire de 50 milliards USD et sur un marché secondaire d'environ 470 milliards USD. Les CMO s'échangent sur le marché secondaire, qui représente environ 1 000 milliards USD. Cette offre actuelle facilite la constitution des portefeuilles. Toutefois, ces stratégies seront limitées en termes de capacité au cours de la première année parce qu'il faut du temps pour construire un portefeuille. Par exemple, il est

possible de lever en un an 100 à 200 millions USD en placements privés, 500 millions USD en CMO et 1 à 2 milliards USD en obligations municipales imposables.

• **Réinvestissement automatique** : ces stratégies évitent les difficultés liées à l'impossibilité, pour les investisseurs, de réinvestir les flux de trésorerie que génèrent les stratégies de dette privée aux performances analogues. En investissant dans ces stratégies alternatives, il est possible de réinvestir les flux de trésorerie générés au sein de la même stratégie et, par conséquent, de faire fructifier les actifs au fil du temps. Cela réduit la nécessité de trouver une nouvelle stratégie de dette privée pendant que l'autre parvient à échéance.

En ce qui concerne 2017, nous continuons d'anticiper une hausse de la demande en faveur des stratégies obligataires moins liquides à mesure que le monde s'éloigne progressivement de l'assouplissement quantitatif. Tout d'abord, l'importance accordée par les banques centrales à l'assouplissement quantitatif devrait selon nous laisser place à une politique davantage axée sur les dépenses budgétaires, surtout aux États-Unis, entraînant une augmentation des dépenses d'infrastructure et profitant ainsi aux obligations municipales imposables.

Deuxièmement, le réendettement des bilans des entreprises, notamment au sein des marchés développés (États-Unis), annonce le début de la fin du cycle de crédit. Les investisseurs exigeront une protection contractuelle accrue ou préféreront investir dans des actifs non corrélés au cycle de crédit.

Troisièmement, à mesure que les attentes en matière d'inflation augmentent et que la courbe des taux commence à lentement se relever, les stratégies capables de récolter la prime de risque d'illiquidité à court terme, par exemple à trois ans, permettent aux investisseurs de faire face à la hausse des taux et, à échéance, leur donnent la possibilité d'investir en bénéficiant de rendements plus élevés. Malgré ces éventuels vents contraires liés à la réduction progressive du QE, la bonne nouvelle est que les options des investisseurs qui cherchent à récolter la prime de risque d'illiquidité ne se limitent pas à la dette privée illiquide ; il existe au contraire différentes stratégies obligataires moins liquides que les investisseurs peuvent examiner lors de l'élaboration de leurs portefeuilles, le processus de recherche de rendement étant entré dans une nouvelle phase.



BIEN QU'ILLIQUIDE, LA DETTE D'INFRASTRUCTURE RESTE ATTRACTIVE

Jean-Francis Dusch, Directeur de la Gestion en Dette d'Infrastructure chez Edmond de Rothschild Asset Management

La dette d'infrastructure fait partie des propositions clé parmi les actifs alternatifs ces dernière années et le phénomène s'accroît avec un appétit croissant des investisseurs institutionnels. Si l'intérêt de principe est évident, les institutionnels ont également réfléchi attentivement à l'opportunité d'investir dans cet univers marqué par une moindre liquidité associée aux instruments de dette sous-jacent

(surtout sur leur forme senior) qui procurent néanmoins des avantages.

En premier lieu, il est indéniable que la dette d'infrastructure, surtout sous sa forme senior et sécurisée, est relativement illiquide. La nature même des financements requiert que la structure de capital de l'actif sous-jacent soit stable, dans la durée (jusqu'à 30 ans). Il faut donc s'assurer que les pourvoyeurs de fonds sont engagés jusqu'au terme du financement pour ne pas créer de fragilité dans le projet sous-jacent, en phase de construction mais également d'exploitation.

Dans l'absolu, rien n'empêche un prêteur de céder sa participation, à tout moment, dans un projet, à une autre partie, selon des mécanismes prédéfinis dans la documentation de financement. Mais il faut encore trouver un tel acheteur et, en fonction des conditions de



Jean-Francis Dusch

marchés , cela peut potentiellement se traduire par une perte.

Néanmoins, la classe d'actif est attractive malgré son caractère illiquide. Tout d'abord, il s'agit d'une classe d'actifs décorrélée qui apporte une diversification géographique (induisant une diversification de l'exposition au risque réglementaire) et sectorielle dans la construction d'un portefeuille. Si les infrastructures concernaient traditionnellement les secteurs sociaux et du transport, la définition a ensuite été inévitablement étendue au secteur de l'énergie conventionnelle mais aussi renouvelable, aux services collectifs et aux télécoms.

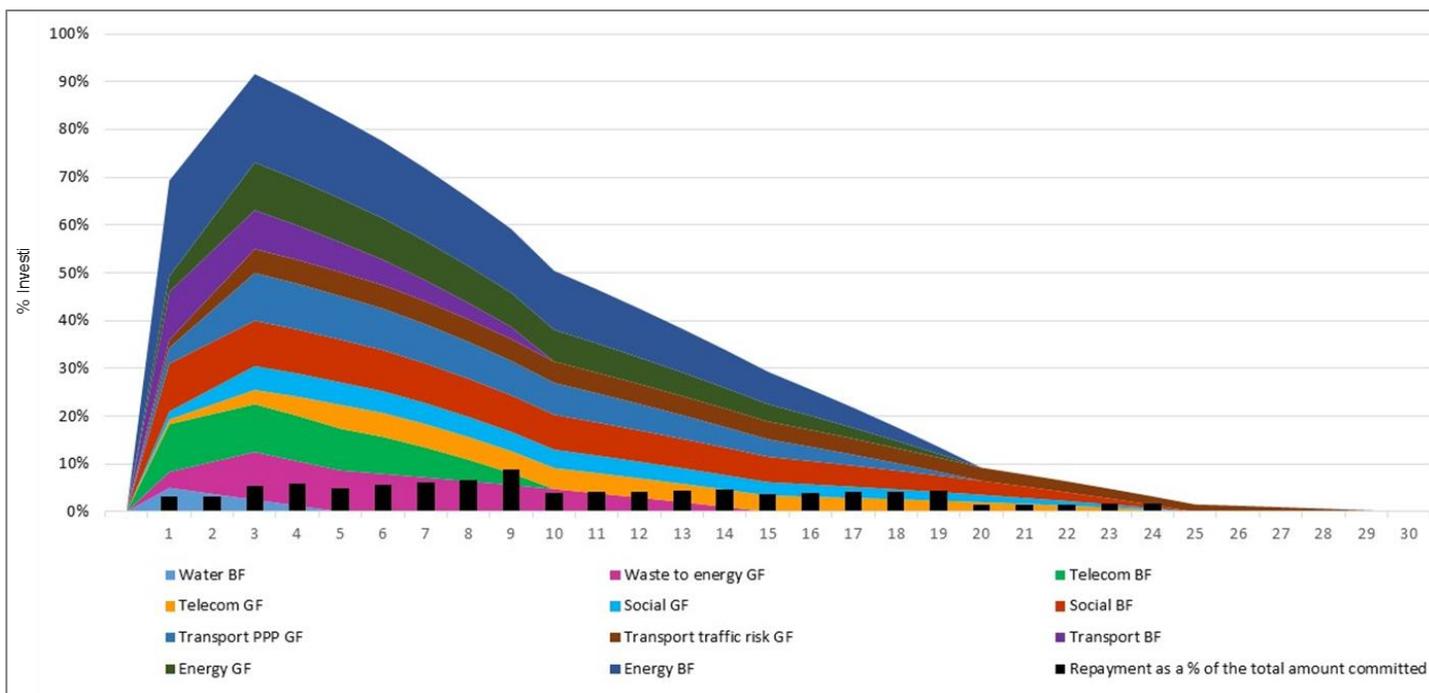
Les situations de financements concernent des actifs nouveaux (dès la phase de construction - actifs "greenfield") mais également matures (en exploitation - actifs "brownfields" qui peuvent faire l'objet de refinancement ou acquisitions). Un gestionnaire en amont dans le *sourcing* et la structuration d'actifs de dette d'infrastructure dispose d'un panel très large.

Ensuite, le *pipeline* sous-jacent est riche et quasiment intarissable. Chaque année, jusqu'à 150 milliards de dollars de financement d'infrastructures sont investis dans le monde entier, dont environ 80% financés par de la dette.

*Chaque année, jusqu'à
USD 150 milliards de
financement
d'infrastructures sont
investis dans le monde,
dont environ 80%
financés par de la dette*

Par ailleurs, les structures de financement par dettes sont très sécurisées: un portefeuille est souvent de qualité *investment grade*, les taux de défauts sont par conséquent faibles; les jeux de sûretés induisent, en rare cas de défaut, des taux de recouvrement très élevés, parfois à hauteur de 100%. Certains actifs bénéficient même de clause de *make whole* qui protègent l'intégralité du *yield*.

En outre, la notion de prévisibilité des *cash flows* est un facteur clé qui permet de sous-tendre des profils de repaiements contractuels qui contrebalancent des maturités longues par des durées de vie moyennes ou durations bien inférieures. La durée de vie moyenne d'un financement de projet par dette est de 50-60% de la maturité de la dette. In fine, rappelons également que les



Simulation des profils de tirage /remboursement en fonction d'une allocation cible d'actifs tant sectorielle que greenfield/brownfield

Source : Edmond de Rothschild Asset Management

institutions et/ou gestionnaires (de type fonds de dette) voient dans cette classe l'opportunité de « sourcer » des actifs de long terme « matchant » les leurs. Toutefois, ces investissements longs paient des intérêts quasiment dès la phase d'investissement, tandis que le remboursement du capital est progressif, contractuel et réduit fortement l'exposition de l'investisseur.

Le cadre réglementaire change la donne

La mise en place du régime des Fonds de Prêts à l'Economie en France ainsi que l'évolution apportée pour élargir l'accès à l'univers des infrastructures, montrent la volonté du régulateur de soutenir l'investissement des institutionnels. Du point de vue d'investisseurs de type assureurs, le traitement SCR Solvabilité 2 s'avère de plus en plus favorable, avec l'introduction par la Commission européenne de conditions d'éligibilité des actifs d'infrastructure, qui, si satisfaites, permettent aux assureurs investis dans cette classe d'actifs de bénéficier

d'un niveau de SCR très favorable (inférieur à des actifs ayant une notation BBB).

En outre, les infrastructures requièrent des montants d'investissements élevés. Les fonds de dette les plus sophistiqués ont démontré, pour certains, leur capacité à offrir des rendements attractifs. Ce sont des fonds gérés par des équipes capables d'agir comme prêteurs chefs de files sur les transactions, de structurer le volet de dette des actifs financés et de mettre en place des instruments de dette qui répondent aux objectifs des investisseurs, en maximisant notamment leur protection sur le long terme.

Enfin, l'argument majeur reste que les institutions contribuent à l'économie réelle, au développement durable (dans toutes ses considérations sociales, économiques, environnementales) par la construction, la reconstruction et l'entretien des infrastructures à l'échelle européenne ou globale. L'ensemble de ces éléments, combinés aux *spreads* de crédit attractifs, justifient l'intérêt significatif des institutionnels pour la classe d'actifs.

DES CASH FLOWS STABLES A LONG TERME	<ul style="list-style-type: none"> › Des flux en adéquation avec les engagements de passif à long terme des investisseurs › Des rendement prévisibles et lisibles › Une faible volatilité par rapport aux autres classes d'actifs
UN FAIBLE RISQUE	<ul style="list-style-type: none"> › Des taux de défaut cumulés sur 10 ans inférieurs à 5%* › Des taux de recouvrement supérieurs à 85%* › Projets basés sur la disponibilité : taux de défaut cumulé de 1.5% / taux de recouvrement de 90%*
UNE FAIBLE CORRELATION	<ul style="list-style-type: none"> › Faible corrélation aux classes d'actifs traditionnelles › Pas de liens directs avec les marchés financiers internationaux › Peut contribuer à améliorer les performances ajustées aux risques d'un portefeuille
UNE PROTECTION CONTRE L'INFLATION	<ul style="list-style-type: none"> › Une valorisation ou des contrats indexés sur l'inflation › Une couverture sur le long terme › Amélioration des instruments et des contrats
UNE PRIME D'ILLIQUIDITE	<ul style="list-style-type: none"> › Des actifs non cotés qui ne s'échangent pas sur le marché libre › Des barrières à l'entrée › Des rendements attrayants comparés aux actifs cotés sur les marchés libres

Les avantages de la dette d'infrastructure

Source : *Moody's Default and Recovery Rates for Project Finance Bank Loans, 1983-2013

ENERGIES RENOUVELABLES : POURQUOI CE SECTEUR EST-IL AUSSI ATTRACTIF ?

James von Claer, Notz Stucki Group, London

Dans un contexte où ce qui touche à l'environnement et aux investissements dit responsables reste très demandé, les énergies renouvelables rencontrent un succès certain auprès des investisseurs.



James von Claer

En respectant les normes de placement ISR¹¹, Augusta & Co¹² et Notz Stucki ont entrepris de structurer un produit qui offre notamment aux investisseurs des rendements stables à long terme et une faible volatilité, ainsi qu'une bonne transparence avec un alignement des intérêts entre les promoteurs et les investisseurs. En prime, le niveau

de liquidité proposé n'est habituellement pas celui associé à la classe d'actifs des énergies renouvelables.

Une éolienne produisant de l'énergie avec une régularité prévisible est maintenant un investissement financier fiable

Les avantages d'investir dans des actifs d'énergie renouvelable comme l'éolien

Dans le domaine de l'infrastructure, les énergies renouvelables sont devenues fiables et, en prenant l'exemple de l'éolien terrestre, la technologie et les performances ont considérablement évolué au cours des dix dernières années. De façon significative, les business models sont maintenant plus durables et les rendements sur le capital investi se sont améliorés au point où une

éolienne produisant de l'énergie avec une régularité prévisible est maintenant un investissement financier fiable.

Ce n'est que récemment que l'Agence Internationale de l'Energie a publié des chiffres montrant que les énergies renouvelables ont dépassé le charbon en 2015 en tant que plus grande source mondiale d'énergie installée.

Cette position est soutenue par le fait que :

- Les capacités de production d'énergies renouvelables croissent régulièrement au sein de l'UE.
- Les progrès technologiques permettent une réduction des CAPEX.
- Le marché secondaire s'est développé grâce à une plus grande vitesse de circulation des capitaux.
- Les projets d'énergies renouvelables continuent d'attirer les investisseurs institutionnels grâce à des rendements attrayants et stables.

L'énergie éolienne restera un des moteurs d'un avenir plus durable. Les installations éoliennes offshore deviennent plus économique tandis que l'attrait du charbon et des centrales nucléaires est en net déclin et que les solutions de stockage en réseau s'améliorent. Tous ces facteurs agissent comme des moteurs de développement à long terme du secteur.

Quant à la question des subsides, au début des années 1990, le moteur du secteur des énergies renouvelables reposait sur les subsides proposés par des gouvernements soucieux d'encourager la transformation énergétique de leur pays. Cependant, dans la plupart des pays ces subventions non durables ont été remplacées par les systèmes de vente aux enchères et d'autres 'compléments de rémunération' qui ne subventionnent qu'une partie du prix de l'électricité, à savoir la différence entre le prix du marché et un faible niveau de subvention.

En tant que spécialiste de premier plan dans ce domaine, Augusta a traité plus d'opérations sur les énergies renouvelables que tout autre conseiller en Europe. Depuis le début des années 2000, Augusta a réalisé des transactions pour une valeur cumulée de 7,5 milliards

¹¹ Investissement socialement responsable.

¹² Augusta & Co est une banque d'investissement indépendante basée à Londres, spécialisée dans le secteur des énergies renouvelables.

d'euros. À chaque transaction, la société reçoit de 10 à 20 offres, ce qui représente une banque de données significative en termes de demande des investisseurs et d'évaluations. L'accès à ces données exclusives est essentiel à la compréhension des flux de capitaux dans l'industrie, et les connaissances dont Augusta dispose à partir de ses activités de conseil représentent un avantage important. Cela est particulièrement vrai pour un Fonds qui est structuré pour commercialiser des actifs et fournir de la liquidité par le biais de rachats.

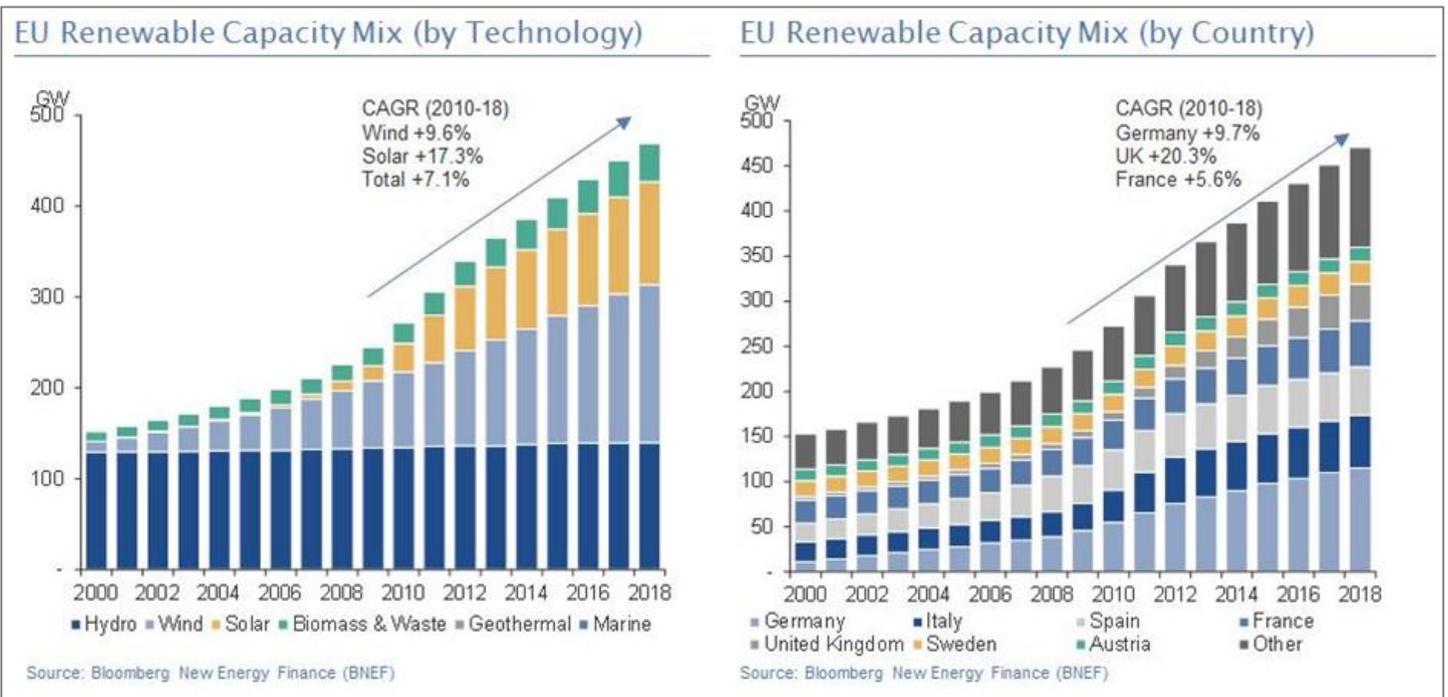
Le marché secondaire de l'éolien terrestre est en forte progression. Le volume total des transactions s'élevait à 3 GW en 2015, selon la base de données Augusta & Co. Le nombre réel de transactions, y compris les transactions non déclarées, pourrait cependant être nettement plus élevé. On s'attend à ce que le volume des transactions augmente davantage, en phase avec la croissance du marché global.

Les graphiques suivants illustrent comment le marché a évolué ces dernières années.

Notz Stucki et Augusta & Co, une collaboration fructueuse

La collaboration entre Notz Stucki et Augusta a permis de réunir l'expérience de Notz Stucki dans la structuration de fonds, avec le savoir-faire spécifique d'Augusta afin de proposer aux investisseurs une stratégie reposant sur un portefeuille d'actifs pré-négociés à acquérir, assurant un déploiement rapide du capital pour une levée de capitaux entre 150 et 300 millions d'euros. La stratégie présentera un TRI stable de 7 à 9% (net de frais) et, après une première période de lock-up, une possibilité de rachats de titres tous les 6 mois.

La volatilité récente des hedge funds, le manque de rendement des marchés obligataires, le manque de succès du modèle classique de private equity, et la croissance du marché secondaire des énergies renouvelables ont contribué à cristalliser l'intérêt des investisseurs pour ce type de stratégie, compte tenu de leur allocation croissante à des actifs réels qui fournissent des rendements stables à partir de flux de trésorerie fiables.



L'ATTRAIT DES INVESTISSEMENTS ILLIQUIDES POUR LE CLIENT PRIVÉ

Alexandre Toussaint, *managing partner* chez *AppleTree Asset Management*

Depuis la directive européenne entrée en vigueur en juillet 2011 et créant les UCITS IV (Undertakings for



Alexandre Toussaint

Collective Investments in Transferable Securities), la géographie des investisseurs européens s'est divisée en deux. D'un côté les fonds UCITS IV, liquides, et les «autres», les fonds non-UCITS. Dans les «autres», on retrouve un univers varié et protéiforme : depuis les fonds alternatifs (les hedge funds) et immobiliers en passant par les

investissements dans l'univers des titres non cotés (aussi bien le private equity que la private debt), voire les fonds dit d'infrastructure. Or, si ces véhicules étaient principalement regardés par des investisseurs pointus et spécialisés, nous avons pu constater ces dernières années un regain d'intérêt plus large pour cette classe d'actifs.

Nous allons tenter d'analyser ce phénomène en étudiant ses fondements et son impact sur la gestion d'actifs afin d'en expliquer les risques et les opportunités.

De 2008 à 2013, la liquidité était le critère numéro 1 pour la plupart des allocataires d'actifs

Pour bien comprendre le contexte actuel, revenons quelques années en arrière vers la période 2008 à 2013 marquée par un cycle où la liquidité était l'un de ses principaux critères voire le critère numéro 1 pour la plupart des allocataires d'actifs. En effet, pas question pour un gestionnaire de portefeuille d'être coincé dans un investissement illiquide sous peine d'être considéré comme un preneur de risques inconsidérés. Or depuis cette date, le discours vis-à-vis des investissements «illiquides» a changé et ce pour 3 raisons principales.

Tout d'abord, les perspectives de rendements des investissements liquides, que ce soit dans les actions ou les obligations ont sérieusement baissé, notamment pour la poche obligataire. Ainsi, les grands investisseurs institutionnels tels les grandes caisses de pensions, les assureurs ou les fonds souverains ont vu les politiques des principales banques centrales mettre en danger leurs objectifs de rendement à long terme.

En parallèle, nous assistons à une augmentation de la fréquence des pics de volatilité sur les marchés cotés dominés par la gestion passive et les algorithmes de trading à haute fréquence. Et cette volatilité n'est pas pour plaire aux investisseurs de long terme qui peuvent se retrouver en difficulté à cause d'événements aussi brutaux qu'imprévisibles tels qu'un simple phénomène de marché (ex: flash crash de mai 2010), ou un événement politique inattendu (ex : le vote sur le Brexit de juin 2016) ou encore une opération de piratage aussi burlesque qu'efficace comme l'a encore montré le cas Vinci de ces derniers jours.

Enfin, la nouvelle vogue pour les investissements tangibles. Ainsi, toute banque privée digne de ce nom se doit de pouvoir répondre à la demande de ses clients d'investir dans des actifs « réels », sous-entendu concrets, directement ou indirectement (via un fonds). Une petite dose d'ISR (Investissement Socialement Responsable) ou d'écologie étant même devenu un plus marketing notable.

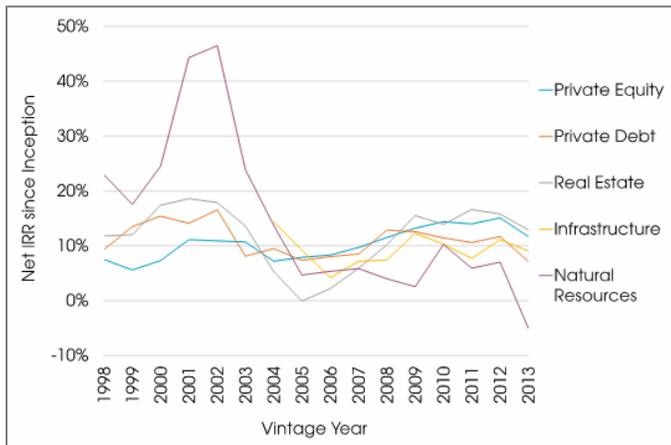
Ainsi, et pour résumer, l'investissement dans les actifs illiquides serait motivé essentiellement par des espérances de gain plus important que les autres classes d'actifs, une plus faible volatilité des portefeuilles et une volonté de répondre à une demande de la clientèle pour des investissements plus « concrets ».

Est-ce que les faits justifient ce choix ?

Reprenons les motivations de nos investisseurs.

Côté performance, les résultats sont hétérogènes, à l'image de cette classe d'actifs elle-même très diverse. Et la dispersion se retrouve aussi bien entre les différentes sous-catégories d'actifs (ainsi l'immobilier a bien mieux

performé que le private equity dans les ressources naturelles, voir graphique 1 ci-dessous) qu'au sein de ces sous-catégories.



Graphique 1 : Private Capital (excl. Direct Lending) - Median Net IRR by Strategy and Vintage Year. Source : Prequin.

Par ailleurs, il est à noter que l'argent levé dans les fonds d'actions ou d'obligations non-cotées, ainsi que les fonds immobiliers par exemple, est monté à des records historiques et que se pose une question difficile pour ces gérants : comment déployer ce capital. Cette question est d'autant plus critique que dans le même temps, conserver des liquidités en portefeuille leur coûte désormais de l'argent (en tous cas pour les dépôts en euro ou franc suisse. Or cet afflux d'argent a augmenté significativement la compétition pour investir dans les meilleures sociétés.

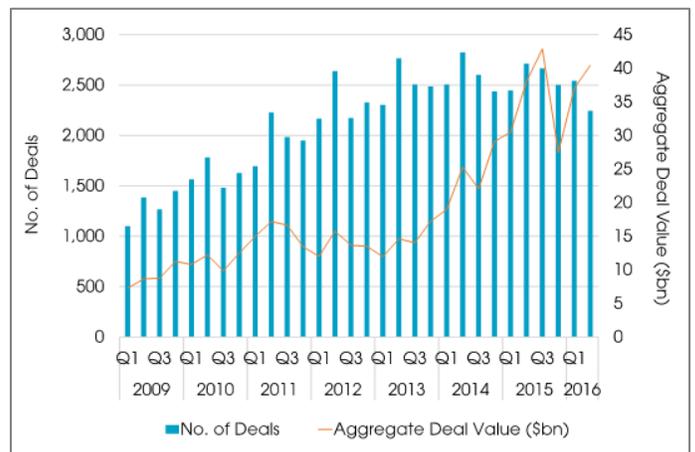
Nous avons nous-même pu constater l'arrivée de fonds américains de private equity sur des opérations européennes depuis quelques années, ce qui a exacerbé la demande pour les dossiers de taille importante (plus de 100 millions d'euros) et par ricochet fait monter les prix d'achat. Or cette arrivée d'argent s'est diffusée jusqu'au capital risque dont la croissance des valorisations consolidées depuis 2009 est spectaculaire (voir graphique 2 ci-contre). Cette flambée peut laisser penser que nous pourrions assister dans les années à venir à une baisse des rendements pour ces investissements.

Concernant la volatilité, il est sûr qu'investir dans un actif qui vous donne une valeur nette d'inventaire une fois par an évite d'avoir des envolées cardiaques à la moindre nouvelle non-anticipée par les marchés. Néanmoins, la difficulté d'accès à l'information peut elle-même être une source d'inquiétudes pour certains investisseurs. En

outre, si ce dernier ne souffre pas directement de la volatilité de son investissement illiquide, il regardera néanmoins d'un œil averti la volatilité des indices de référence en tous genres qui se rapprochent de ses actifs.

La difficulté d'accès à l'information peut être une source d'inquiétudes pour certains investisseurs

Dernier aspect, la tangibilité des actifs. Cette dimension d'un actif tient autant de la réalité que de la perception presque philosophique de la part de l'investisseur. L'exemple typique qui entre dans cette catégorie est le bien immobilier. On sait où le trouver, on peut le voir et même en cas de catastrophe sur les marchés, il ne doit pas disparaître (du moins en théorie). Si l'on ajoute une dimension sociale, écologique ou philanthropique à ces investissements, certains actifs illiquides permettront effectivement à leurs investisseurs de pouvoir matérialiser facilement leur projet voire même de le valoriser en interne.



Graphique 2 : Quarterly Number and Aggregate Value of Venture Capital Deals (excl. Direct Lending) Globally, Q1 2009 - Q2 2016. Source : Prequin Private Equity Online.

Sur le fonds, nous pouvons donc expliquer succinctement le regain d'intérêt des investissements illiquides. Cependant, nous attirerons l'œil de nos lecteurs sur trois contraintes concomitantes à ce type d'actifs.

Pour commencer, ils nécessitent beaucoup de temps et une équipe spécialisée pour être investigués et sélectionnés car d'une part il existe peu ou prou d'information disponible à tout un chacun malgré les grosses améliorations des dernières années (sur les hedge funds notamment) et d'autre part parce que les risques associés à ces investissements sont proportionnels à leurs perspectives de gain. Comme le veut l'expression consacrée, *there is no free lunch*.

D'autre part, ils exigent une organisation pérenne de l'investisseur car, par définition, les fruits de ces investissements ne verront le jour que plusieurs années après la mise initiale. Il ne suffit pas de pouvoir semer, il faut pouvoir récolter.

Enfin, cet univers fait face à des systèmes juridiques et fiscaux parfois complexes. Il convient donc pour l'investisseur de bien appréhender ces aspects et de valider la pertinence d'accéder à cette classe d'actifs.

Pour conclure, nous apprécions chez AppleTree AM cette classe d'actifs car elle permet d'offrir des solutions exclusives à nos clients et à notre multi family office de se distinguer en termes de services par rapport un simple gérant de portefeuilles.



QUE RESTE-T-IL DE NOS AMOURS ? UNE SIDE POCKET.

Fabio Lopes, co-fondateur du site *investir-funds.ch*

Inconnue de l'investisseur lambda (et de son banquier), la side pocket est devenue l'incontournable de la saison au moment de la débâcle des marchés en 2008 et marqua probablement le début du déclin de la philosophie d'investissement prônant l'utilisation de hedge funds dans les portefeuilles d'investisseurs trop petits pour jouer dans la cour des grands.



Fabio Lopes

Principe

Le principe de la side pocket existait déjà dans l'industrie de la gestion de fonds bien avant 2008 mais n'était que rarement utilisé. Sa fonction était d'isoler dans un compte séparé les actifs ne pouvant être liquidés aussi rapidement que le reste du portefeuille lorsqu'un investisseur demandait le remboursement d'une part importante des actifs du fonds. Ce mécanisme existait aussi bien dans

l'industrie de la gestion alternative que dans la gestion de fonds classiques, par exemple dans le cas de fonds investis en sociétés de micro-capitalisation très peu liquides.

Cette mise à l'écart de certains actifs moins liquides permettait d'en assurer la liquidation sur une période allongée, sans avoir à accepter la moins-value découlant habituellement des situations de vente forcée. L'investisseur recevait ainsi une partie de son argent au moment de la revente de ses parts et le reste au fur et à mesure de la liquidation de la side pocket. Il faut noter que le gérant continuait de percevoir des frais de gestion sur la side pocket tant que celle-ci contenait des actifs.

Petit retour en arrière

Face à la baisse continue des taux d'intérêt depuis plusieurs années, les investisseurs se sont tournés vers d'autres types de stratégies pouvant servir de substitut à une partie de l'allocation obligatoire de leur portefeuille. L'industrie alternative était alors en pleine expansion, grâce entre autres aux fonds de fonds et aux plateformes de managed accounts. Evidemment, nombre de nouveaux investisseurs attirés par les placements alternatifs

n'avaient aucune expérience de ce type de stratégie et n'auraient jamais accepté une liquidité plus faible que mensuelle, surtout si celle-ci était assortie d'une période de notification pouvant atteindre jusqu'à 3 mois.

*Le déséquilibre entre actif
et passif était grand mais
rares étaient les
investisseurs à y voir le
moindre problème*

L'engouement pour ce type de produit était énorme et chaque banque, chaque petite société de gestion se devait de proposer à ses clients soit sa propre gamme de produits, soit une sélection de fonds de fonds gérés par des tiers. L'argent récolté était investi dans des fonds alternatifs plus ou moins récents et en mesure d'imposer, en fonction de la notoriété de leur équipe de gestion, des clauses de liquidité plus ou moins contraignantes pour les investisseurs, allant de plusieurs mois de notification avant une sortie jusqu'à 2 années de lock-up (sortie impossible). Le déséquilibre entre actif et passif était donc grand au niveau de nombreux fonds de fonds mais, à l'époque, rares étaient les investisseurs à y voir le moindre problème.

2008

Arrive l'année de tous les problèmes avec l'amplification de la débâcle du marché hypothécaire américain et l'explosion de Lehmann Brothers provoquant l'effondrement des marchés financiers. Les prime brokers qui permettaient aux hedge funds de recourir à l'effet de levier ou aux ventes à découvert effectuent un virage à 180° et forcent leurs clients à réduire la voilure dans un marché déjà en forte baisse. La liquidité s'amenuise, les spreads s'écartent, plusieurs fonds suspendent le calcul de leur NAV et bloquent temporairement les sorties si leurs statuts le permettent.

Tout ceci ne fait qu'affoler les investisseurs toujours plus nombreux à demander le remboursement de leurs parts et espérant se placer le plus rapidement possible dans la file d'attente qui se forme à la porte de sortie puisque les fonds ont activé le *gate* qui leur permet de stopper l'hémorragie des remboursements. Les actifs moins liquides sont isolés dans une *side pocket* dont chaque investisseur détient dès lors une partie.

Certains fonds sont mis en liquidation, leurs gérants réalisant qu'ils ne remonteront pas de si tôt au-dessus de la *high water mark* leur permettant de prélever des commissions de performance.

La cerise sur le gâteau

La bérézina s'amplifie pour les investisseurs dont les avoirs se trouvent en Suisse avec les problèmes que rencontre UBS aux Etats-Unis ou encore pour les clients français dont l'identité a été dérobée par Hervé Falciani, l'informaticien de HSBC à Genève. La crainte d'une brèche dans le secret bancaire helvétique les amène à vouloir clôturer au plus vite leurs comptes et transférer leurs avoirs vers des cieux plus cléments. Le coup de grâce survient en décembre lorsqu'éclate le scandale Madoff.

Apparaît alors un problème inattendu : les banques ne sont pas en mesure de clôturer des comptes détenant des actifs invendables, les fameuses *side pockets*. Ni de transférer de telles positions vers une nouvelle banque, qui se garde bien d'accepter ce type d'actif.

Un marché secondaire pour les *side pockets*

Un marché secondaire pour parts de hedge funds existait déjà depuis plus de 10 ans et permettait aux détenteurs de parts bloqués dans des fonds disposant d'une clause de lock up ou d'une liquidité désavantageuse de revendre leur position à des acheteurs désireux d'investir dans des fonds devenus inaccessibles puisque fermés aux nouveaux investisseurs. Même si ce marché secondaire avait été créé pour permettre l'échange de parts dans des fonds sains, habituellement gérés par des ténors de la gestion alternative, rien n'empêchait d'utiliser les mêmes circuits pour mettre en rapport vendeurs et acheteurs des fameuses *side pockets*.

Les différentes approches

En face de vendeurs très désireux de se défaire d'un boulet, on trouve différents types d'acheteurs. Il y a celui qui analyse le contenu de la side pocket dans laquelle on pouvait aussi bien trouver des instruments de dette ou des actions illiquides, des actions de sociétés non cotées tel une participation dans un élevage industriel de poulets en Pologne, une mine de cuivre au Pérou, des terres agricoles en Ukraine ou un projet de private equity relatif à des parkings souterrains en Espagne. Ce type d'actif qui en temps normal s'accordait déjà mal d'une liquidité mensuelle ne trouve évidemment pas acheteur en situation de crise. A moins d'accepter une énorme décote.

De nombreux vendeurs ont ainsi accepté de vendre à prix cassés dans le seul but de se défaire de l'encombrant reliquat de ce qu'ils avaient un jour considéré comme la panacée de l'investissement. Les acheteurs, après avoir analysé la qualité des actifs, le coût et le rythme de leur liquidation, pouvaient estimer leur horizon d'investissement ainsi que leur rentabilité future. Les transactions sur ce marché secondaire se sont élevées à plusieurs milliards de dollars et le ticket minimum a longtemps été supérieur au million.

Dans la foulée, on a également vu apparaître une autre catégorie d'acheteurs, ne disposant pas de la même capacité d'analyse que les précédents mais adoptant une approche très pragmatique. Leur stratégie consiste à contacter l'administrateur du fonds en liquidation et à se

renseigner sur la quantité de cash résultant de la vente des actifs de la side pocket et sur la prochaine date de versement. Forts de ces informations, il leur suffit de faire une offre inférieure au montant du prochain dividende de liquidation afin d'engranger un profit substantiel en quelques mois, à condition que le vendeur accepte d'abandonner toute prétention prorata temporis sur le prochain dividende de liquidation versé. Ce qui fût souvent le cas.

Tout a une fin

Depuis 2008, de nombreuses side pockets on changé de main et ont été liquidées suite à la vente de leurs actifs. Quelques années plus tard (et aujourd'hui encore) ne restent que les actifs les moins liquides, pour lesquels les vendeurs doivent accepter des décotes allant jusqu'à 95% par rapport à la dernière NAV connue. Dans ce marché qui s'est réduit comme peau de chagrin et où les transactions s'effectuent dorénavant pour des montants aussi bas que quelques dizaines de milliers de dollars, certains acheteurs disposant de longs horizons d'investissements considèrent qu'il y a plus de chances que les actifs de ces side pockets soient finalement liquidés à un prix supérieur au prix qu'ils auront payé. Les dernières side pockets se transforment ainsi en billets de loterie dont certains pourraient encore receler d'excellentes surprises à leurs acquéreurs.



Ce document est destiné à l'usage exclusif des investisseurs qualifiés résidents, domiciliés ou dont le siège social est enregistré en Suisse et ne peut faire l'objet d'aucune distribution générale.

Les informations fournies constituent une synthèse générale et sont communiquées à titre d'illustration uniquement. Aucun élément du présent document ne forme ou ne doit être interprété comme un conseil.

Les vues exprimées par les différents contributeurs à cette lettre pourront être modifiées sans préavis. Les informations et données statistiques contenues dans cette lettre sont basées sur des sources considérées comme fiables, mais sans garantie quant à leur exactitude ni leur exhaustivité.

Les références à des titres individuels ou à des fonds de placement ne constituent en aucun cas une offre ou une sollicitation, en tout ou partie, à l'émission, la vente, la souscription ou l'achat d'un titre.

Avant tout investissement, les investisseurs potentiels sont invités à lire les documents d'information destiné à l'investisseur principal et à s'entretenir avec leur conseiller en investissements afin d'analyser le risque inhérent à chaque investissement et se forger leur propre opinion sur leur adéquation avec sa situation patrimoniale et personnelle.

La performance passée ne constitue en aucun cas une garantie de performance future. Les données de performance ne tiennent pas compte des commissions et frais. La valeur d'un investissement et les revenus de celui-ci peuvent aussi bien augmenter que diminuer.

Contact et informations : www.investir-funds.ch info@investir-funds.ch

© Parallax Advisors Sàrl