

Private Equity & illiquidité: l'union fait la force

🕒 25 jan 2021 - 07:00

👤 Jacques Chillemi & Pavel Ermoline, Hermance Capital Partners

2 minutes de lecture

Les investissements en marchés non cotés n'ont cessé de croître au cours de la dernière décennie.



Les mérites de la classe d'actifs sont bien connus mais une caractéristique freine certains investisseurs: l'illiquidité. Cet attribut structurel du Private Equity est souvent cité parmi les désavantages, tout en étant largement accepté par les investisseurs ayant un horizon d'investissement à long terme. Ainsi, depuis plusieurs années nous remarquons l'émergence de véhicules cherchant à proposer une alternative aux fonds fermés classiques, en promettant une liquidité. Parmi ceux-ci, des approches indicielles d'investissement, des véhicules cotés, et des fonds ouverts. Malheureusement, ces solutions souffrent de plusieurs limitations, qui réduisent leur potentiel de rendement.

L'approche indicielle, via des indices tels que le LPX 50, est souvent utilisée comme benchmark au Private Equity, mais repose sur une promesse trompeuse. En effet, ces indices capturent une exposition via des instruments cotés, en incluant notamment des sociétés de gestion d'actifs tels que Carlyle, KKR, Apollo, ou encore Blackstone. Les rendements de ces indices découlent donc en partie de la performance de ces grands groupes, contrairement à une réelle exposition aux sociétés non-cotées.

L'épisode de volatilité du printemps 2020 illustre ce manque de résilience, avec des décotes pouvant parfois atteindre près de 60%.

Les véhicules cotés, investissant dans un portefeuille de fonds ou de sociétés non cotées, offrent un accès immédiat et ce pour des tailles d'investissement modestes. Néanmoins, si certains atteignent une taille significative, la plupart sont pénalisés par un faible volume rendant la liquidité très relative. De ce fait, ces fonds traitent souvent à une décote importante à la NAV et sont sensibles aux mouvements de marché. L'épisode de volatilité du printemps 2020 illustre ce manque de résilience, avec des décotes pouvant parfois atteindre près de 60%, rendant l'option de sortie rédhibitoire. Le profil rendement-risque de ces alternatives semble ainsi peu attractif: le rendement est pénalisé par une fiscalité parfois moins avantageuse, des coûts de structure importants et une volatilité élevée. La liquidité est ainsi chère payée, à noter que celle-ci a tendance à disparaître au moment où l'investisseur en a le plus besoin.

La troisième solution, via des fonds ouverts, est souvent réservée à des stratégies dont le sous-jacent est relativement liquide, tel que l'immobilier à rendement. En effet, comme les distributions réalisées sur les actifs existants sont utilisées pour servir les investisseurs sortants, des investissements peu liquides tels que du Buyout peuvent difficilement s'inscrire dans ce cadre. Certains fonds ont ainsi eu mauvaise presse en garantissant une liquidité tout en étant massivement exposés à des actifs illiquides. Des situations de volatilité entraînent alors l'actionnement de «gates», limitant les sorties, où pire, la vente d'actifs à prix lourdement décotés pour rembourser les investisseurs sortants, au détriment des autres participants. De notre point de vue, la promesse de liquidité est fallacieuse lorsque les sous-jacents sont illiquides.

Finalement, les fonds cotés ou ouverts sont souvent pénalisés à deux niveaux supplémentaires. D'abord, par la gestion de la trésorerie, avec des montants non-négligeables pouvant reposer sur le bilan en attente de réinvestissement. Mais aussi par une sur-diversification, diluant l'alpha de certains investissements.

La meilleure solution pour investir sur les marchés non cotés consiste donc à accepter l'illiquidité et d'en inclure les caractéristiques lors de la construction du portefeuille. En effet, l'illiquidité est nécessaire aux fonds de Private Equity, qui ne peuvent se permettre le luxe de subir les tempêtes boursières pouvant mener à une cristallisation de pertes au plus mauvais moment. Les investisseurs de long terme devraient donc se limiter à la structure classique des fonds fermés et non cotés afin de bénéficier au maximum du potentiel de création de valeur et de performance du Private Equity.

Des opportunités sans précédent sur le marché de la dette

🕒 2 juin 2020 - 07:00

👤 Jacques Chillemi & Pavel Ermoline, Hermance Capital Partners

2 minutes de lecture

L'industrie de la dette privée, aujourd'hui constituée d'une multitude de petits acteurs, devrait se consolider et renouer avec une activité plus saine.



Les marchés du crédit ont été passablement chahutés ces derniers mois. Entre mars et avril, les spreads sur le High Yield US sont passés au-dessus de la barre des 1'000bps, pour redescendre par la suite à un palier de 700-800bps, loin des 300-400bps en vigueur à fin 2019. Les investisseurs ont rapidement cherché de la liquidité sur les instruments les plus liquides, pour faire face aux appels de marges, pour re-balancer le portefeuille, ou dans l'anticipation d'un effondrement des prix. Ces mouvements importants et indifférenciés, couplés avec les annonces de soutien de la Fed sur les fallen angels ont conduit à une forte volatilité sur le crédit, avec en toile de fond des incertitudes persistantes liées à la pandémie de Covid-19.

Aujourd'hui, malgré les mesures de soutien des gouvernements, les spreads restent à des niveaux élevés et impliquent des taux de défauts anticipés non négligeables. De plus, le pourcentage de sociétés traitant à des niveaux distressed (1'000bps supérieur aux bons du trésor US) est également élevé, autour de 25%, contre moins de 10% en décembre 2019¹. Les gérants actifs sur le marché des bonds, des loans et de la dette privée, s'attendent ainsi à une période prolongée de stress qui devrait manifestement conduire à des défauts et des situations de restructuration à plus long terme.

Il n'est pas exclu que de nouvelles phases de volatilité se présentent, offrant des opportunités de capitaliser sur les mouvements de spreads.

Dans cet environnement, les opportunités peuvent être analysées sur un horizon élargi. A court terme, les participants se concentrent sur l'identification de sociétés de qualité qui sortiraient indemnes de la crise. En effet, les spreads actuels restent importants mais la matérialisation du risque devrait être idiosyncratique et concentrée sur certains secteurs. L'opportunité consiste à acheter des titres décotés sur le marché des leveraged loans, des bonds, ou du crédit structuré. Par ailleurs, il n'est pas exclu que de nouvelles phases de volatilité se présentent, offrant des opportunités de capitaliser sur les mouvements de spreads.

A moyen terme, le brouillard devrait redescendre et émergeront alors les sociétés en réelle difficulté. Les entreprises ayant souffert d'un manque de revenus sans précédent nécessiteront alors de financements de secours pour couvrir leurs besoins en fonds de roulement. Ces opérations de rescue finance offrent des rendements élevés, pour du financement à court terme. Par ailleurs,

l'activité d'investissement des fonds de Private Equity devrait graduellement reprendre avec une demande pour du financement en primaire. Cette reprise devrait être plus rapide qu'en 2008 pour deux raisons: le montant de dry powder de près de USD 2'000 milliards² des fonds de Private Equity devrait accélérer l'activité d'investissement et l'accessibilité à du financement alternatif bien plus important (dette privée) réduirait la dépendance au financement bancaire. Les fonds de dette privée actifs sur le marché primaire (Direct Lending), bénéficieront alors de conditions bien plus attractives et de meilleures sécurités.

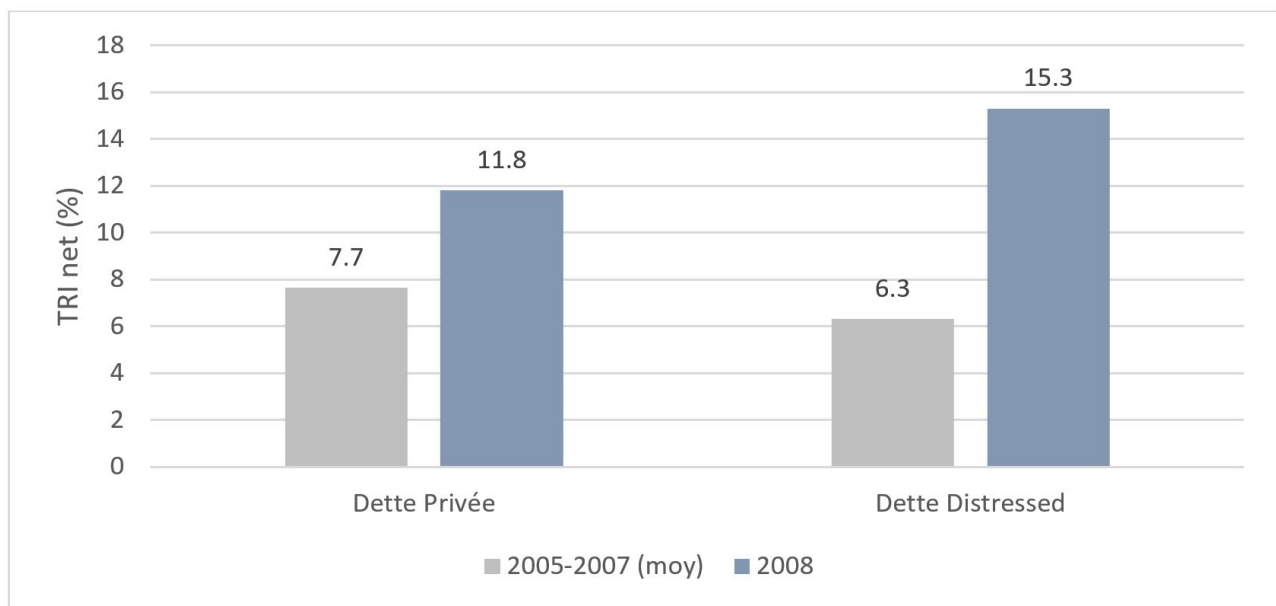
Ce nouveau cycle est considéré par de nombreux acteurs comme une opportunité unique de se positionner sur le crédit.

A plus long terme, la panique du marché devrait laisser la place à la détresse tangible des sociétés, qui se matérialiserait par une hausse des taux de défauts, des opportunités de restructuration financières et de Non Performing Loans (NPL). De plus, l'industrie de la dette privée, aujourd'hui constituée d'une multitude de petits acteurs, devrait se consolider et renouer avec une activité plus saine.

Ce nouveau cycle, qui apporte un vent de fraîcheur, est considéré par de nombreux acteurs comme une opportunité unique de se positionner sur le crédit, en bénéficiant de rendements importants et d'un risque limité. A titre de comparaison avec la crise de 2008, les fonds de dette distressed lancés au pic de la crise ont, en médiane, généré une performance de 15.3% p.a. (TRI net), contre 6.3% p.a. pour les fonds lancés avant la crise, entre 2005 et 2007.

Comparatif de la performance générée par les fonds de dette

(selon l'année de lancement)³



(/sites/default/files/images/HCP_Graph_01.JPG)

Le challenge principal réside dans la sélection de managers à même de trouver les bonnes opportunités et disposant de l'infrastructure adéquate pour la compréhension, la structuration et la gestion de ces opérations, qui peuvent s'avérer complexes. De plus, au vu des incertitudes encore élevées, il est indispensable d'opter pour une approche diversifiée, en mettant en place un programme d'investissement multi-managers et transversal, capitalisant sur les opportunités à court, moyen et long terme.

¹ ICE BofAML US High Yield Index, 22 mai 2020.

² Preqin, mai 2020.

³ Preqin, mars 2020, performance globale médiane.



Jacques Chillemi
Co-Founder & Managing Partner

Jacques Chillemi a créé Hermance Capital Partners conjointement avec Pierre Paris de la banque Paris Bertrand début 2015, après avoir passé 12 ans chez Pictet & Cie. Responsable de l'activité Private Equity, il gérait une équipe de sélection d'investissements en Primaires, Secondaires et Co-Investissements. Il a commencé sa carrière à l'UBS Warburg en 1999.



Hermance Capital Partners (HCP) est une plateforme offrant des structures d'investissements sur les marchés non cotés ainsi que des mandats sur mesure. La plateforme adresse trois marchés principaux: Private Equity, dette privée et immobilier non coté. En février 2018, la Banque Pâris Bertrand Sturdza, Bordier & Cie et REYL & Cie se sont alliées afin de développer HCP.