

Les fonds de private equity sont à exclure de la directive AIFM

La directive AIFM met en péril la survie d'une source vitale de financement des PME européennes. En incluant tous les fonds alternatifs sans reconnaître leurs différences.



ERIC DIERAM ET MARC-ANTOINE VIORARD
Associés de la société Euro Private Equity SA, Genève.

La directive de l'Union Européenne sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (AIFM) actuellement en discussion au parlement Européen a un objectif noble. En permettant notamment l'harmonisation de la réglementation communautaire relative aux gestionnaires de fonds, cette fois y compris les gestionnaires dits «alternatifs» (hedge funds, fonds de private equity, immobiliers, etc.). Elle cherche à réduire le risque d'une crise financière similaire à celle que le monde a vécue ces dernières années. Par certains aspects, il faut néanmoins se demander si elle n'est pas surtout une extension réglementaire de la «chasse aux sorcières» qui s'est engagée de par le monde contre les fonds alternatifs à la suite de la récente débâcle du monde financier.

Le 10 MAI dernier, la Commission des Affaires Économiques et Financières du Parlement Européen a repoussé pour la troisième fois son vote sur le texte de cette Directive. Les différents membres de la commission ne semblent pas s'accorder sur l'ampleur qu'ils souhaitent donner à la nouvelle réglementation. Il semblerait que le projet de texte ait été rédigé à la va-vite, sous la pression des gouvernements soucieux de montrer leur activisme et leur fermeté face aux acteurs financiers et plus particulièrement aux gestionnaires de fonds alternatifs accusés d'être les principaux responsables de la crise financière. En ce qui concerne le private equity, la Directive AIFM n'empêchera pas la prochaine crise financière. De par leur mode de fonctionnement et les montants relativement modestes qu'ils gèrent par rapport aux autres classes d'actifs, les gestionnaires de fonds de private equity ne présentent pas de risque systémique pour l'économie mondiale et ne sont pas à l'origine de la dernière crise financière. Ce constat a été établi à la fois par la Banque Centrale Européenne et son homologue américaine. Pourtant, en incluant, sans reconnaître leurs différences fondamentales de fonctionnement, tous les fonds «alternatifs» la Directive AIFM met en péril la survie d'une certaine catégorie de fonds de private equity, source vitale de financement des PME européennes. Or ce sont ces petites et moyennes entreprises privées qui sont le principal moteur de la croissance de nos économies et donc de la création d'emplois.

PEUT-ÊTRE est-il bon à ce stade de rappeler que le private equity (qui se traduit en français par «capital investissement»), consiste en une prise de participation en fonds propres dans des entreprises non cotées pour financer leur démarrage, leur croissance, leur transmission ou leur redressement. Pour les entreprises qui y ont recours, l'intérêt du private equity est de faire le man- que éventuel de capitaux de leurs actionnaires existants ou de leur banquier (qui ne peut prêter

que jusqu'à un certain niveau maximum d'endettement) pour financer leur plan d'affaire. Pour beaucoup d'entreprises et plus particulièrement celles de petites et moyennes tailles, le private equity constitue souvent la seule source de financement disponible. Les fonds de private equity et notamment ceux spécialisés dans les PME sont donc essentiels pour le bon fonctionnement de nos économies.

DE NOMBREUSES études académiques ont montré les effets bénéfiques des fonds de private equity sur l'innovation, la productivité du travail, le dynamisme des entreprises qui y font appel. Encore très récemment, le Forum Economique Mondial a publié une étude⁽¹⁾ réalisée en collaboration avec plusieurs universitaires de renom. Les principales conclusions de ce travail considérable confirment que le private equity est non seulement une source importante de finance importante de financement pour les entreprises mais également un catalyseur de la modernisation et de l'innovation. Les versions non violentes. Avec raison, car il n'existe pas de «vrais» indices de fonds alternatifs. Et les versions investissables ne sont, en somme, que des fonds de fonds déguisés, avec en sus des risques particuliers.

LE PRIVATE EQUITY REPRÉSENTE SOUVENT LA SEULE SOURCE DE FINANCEMENT DISPONIBLE POUR BEAUCOUP D'ENTREPRISES ET PARTICULIÈREMENT CELLES DE PETITES ET MOYENNES TAILLES.

Le private equity a une contribution positive sur la croissance des économies développées comme celles des marchés émergents. La plupart des fonds de private equity ne font qu'investir dans des actions de sociétés non cotées en bourse, ni plus ni moins. Ils investissent donc dans l'«économie réelle» sans faire appel, pour la plupart, à des montages financiers sophistiqués mettant en jeu des sommes qui seraient de nature à déstabiliser l'économie d'un pays. Certes, certains gestionnaires de fonds de private equity, notamment les plus gros, ont profité de l'environnement bancaire des années 2004 - 2007 pour abuser du crédit facile afin d'accroître leurs rendements. Dans certains cas, ce surendettement a malheureusement provoqué la banqueroute de certaines sociétés ce qui est inacceptable. Néanmoins ces cas sont restés isolés et les montants en jeu n'ont jamais été de nature à ébranler la finance mondiale. Il n'y a d'ailleurs jamais eu, en private equity, d'opération de sauvetage des grandes banques centrales comme cela s'est vu par exemple lors du sauvetage du hedge fund LTCM² dans les années 90 et, plus récemment de certaines grandes banques.

Après la crise majeure que nous avons vécue et après les conséquences se font encore sentir, il ne serait pas normal que tel ou tel secteur financier continue d'échapper à toute réglementation. C'est pourquoi il faut soutenir certains aspects de la Directive AIFM. Néanmoins en ne différenciant pas les différents fonds alternatifs au moins en fonction de leur taille et de leur utilisation de l'endettement, elle risque d'imposer certaines règles bien trop onéreuses pour certains fonds de private equity, notamment ceux qui financent les PME. Or ce sont eux dont on a le plus besoin nos entreprises et nos économies. ■

(1) The Global Impact of Private Equity Report 2010.
(2) UICM: Long Term Capital Management est un hedge fund apparu en 1998 et dont l'activité a cessé en 2008 à la suite d'une crise majeure au système bancaire international et créa de perturbations importantes sur les marchés financiers (Wikipedia).

Le crépuscule des indices de hedge funds

La complaisance dont bénéficiaient les indices investissables de hedge funds s'est évaporée. Parce qu'ils n'ont pas tenu leurs promesses.



FRANÇOIS DUC
Union Bancaire Privée (UBP)

Miroir aux alouettes, poudre aux yeux ou encore glissement sémantique. Depuis 2002, les critiques sur les indices investissables de hedge funds se sont multipliées et ont parfois été très violentes. Avec raison, car il n'existe pas de «vrais» indices de fonds alternatifs. Et les versions investissables ne sont, en somme, que des fonds de fonds déguisés, avec en sus des risques particuliers.

JUSQU'À LA DERNIÈRE crise financière, ce qui n'était qu'un mirage pour les théoriciens s'était avéré au contraire une oasis pour les praticiens. Les gérants de fonds de fonds considéraient les indices investissables comme des benchmarks plus réalistes et moins exigeants en termes de performances que les versions non investissables. Les clients de fonds de fonds, quant à eux, étaient bien conscients que les indices investissables représentaient une alternative à leur choix d'investissement. Le législateur allait d'ailleurs dans leur sens, puisqu'en juillet 2007, le CESR (Committee of European Securities Regulators), l'institution représentative de l'ensemble des régulateurs européens, déclarait les indices investissables conformes à la norme UCITS III. Enfin, le fait d'estampiller des indices aux noms de MSCI, S&P FTSE, Dow Jones ou Credit Suisse rassurait les investisseurs. Des prestidigitateurs peut-être, mais des poids lourds de la finance, tout de même! Et c'est ainsi que l'industrie alternative s'était mise à utiliser des indices investissables en tant que benchmarks.

TOUTS LES TOURS de passe-passe ont un truc. Mais l'illusion fonctionne tout de même, aussi longtemps que le spectateur ne voit pas l'astuce. Une fois que le truc révélé, le charme s'évanouit. Après la crise financière de 2008 et le rebond de 2009, personne ne peut raisonnablement encore songer à utiliser des indices investissables comme benchmarks. En effet, non seulement les grands noms de l'approche indicelle ont quasiment déserté l'espace des indices alternatifs, mais les indices investissables les plus sérieux, ceux de CS/Tremont, ont souffert de problèmes tellement spécifiques aux fonds de fonds qu'ils se sont révélés n'être qu'un leurre. Les indices dits «investissables» sont conçus pour être facilement répliqués par des produits investissant dans les hedge funds retenus dans leur composition. Cette opération est souvent effectuée au moyen de plateformes de comptes gérés, ce qui permet de garantir suffisamment de capacités d'investissement pour l'avenir et d'assurer en temps normal une liquidité favorable aux investisseurs.

L'UTILISATION de comptes gérés pour des indices présente deux grandes faiblesses. D'abord, elle tend à concentrer le risque de contrepartie. Un comble pour un indice! Ainsi, les investisseurs dans le S&P Hedge Fund Index ont vu leurs actifs gelés car le tracker de l'indice (construit à partir de la plateforme de comptes gérés PlusFunds) était exposé à la faillite de Refco. Ensuite, la liquidité très favorable offerte par les plateformes n'est pas systématiquement en ligne avec la liquidité des instruments investis dans les comptes gérés. Leur viabilité est donc faible lors des fortes dislocations de marché.

Le MIRAGE n'aura donc pas résisté au dernier trimestre 2008. La liquidité se réduisant, les grands noms des indices traditionnels délaissent l'espace désormais quasi désertique des indices investissables. En mars 2009, décision a été prise de mettre un terme à l'existence des indices investissables FTSE. Les valeurs nettes d'inventaire (VNI) des indices Dow Jones Convertible et Distressed ont cessé d'être mises à jour respectivement en janvier et avril 2009. Le 21 janvier 2009, MSCI a mis fin à l'évaluation de ses indices investissables, alors que le calcul des versions non investissables avait été repris par Morningstar trois mois plus tôt.

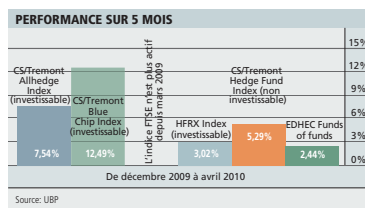
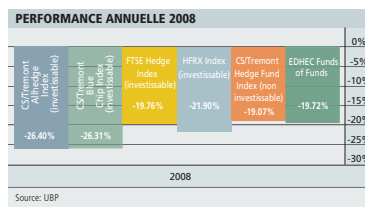
Le crépuscule des indices de hedge funds

A l'opposé, les indices investissables de CS/Tremont n'utilisent pas de plateforme de comptes gérés. Ils évitent donc les inconvénients susmentionnés. Le géant bancaire suisse, en émettant toute une série de produits structurés sur ces indices investissables, a imposé de facto un niveau de précision élevé dans la construction et la transparence, mais aussi l'évaluation de ces indicateurs.

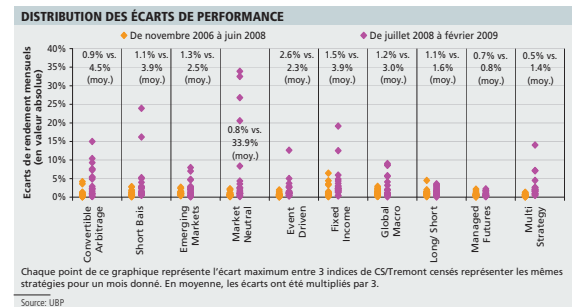
TOUTEFOIS, les mécanismes de valorisation mis en place relèvent davantage de la structuration d'un fonds de fonds que de celle d'un indice. Ainsi, la méthodologie des indices investissables de CS/Tremont précise que, lorsqu'un composant de l'indice cesse d'honorer les demandes de remboursement ou ne fournit plus d'évaluation, la valeur de la position en question est diminuée de 80% par défaut, voire de 100% lorsque le Comité le décide. Le nombre de hedge funds dans les indices investissables étant relativement peu élevé, ces provisionnements ont un impact notable sur les performances.

LA FAÇADE INDICIELLE s'est donc effondrée durant les quatre derniers mois de 2008, lorsque les variations de l'indice ont commencé à refléter avant tout les effets de principes comptables et non la performance moyenne (même approximée) de l'industrie alternative. Ainsi, la performance des deux familles d'indices investissables de CS/Tremont est, pour 2008, inférieure de plus de 700 points de base (pb) à celle de l'indice investissable. Inversement, la relative surperformance de décembre 2009 à avril 2010 est impressionnante (voir les graphiques ci-dessous).

BIEN HÉTÉROGÉNÉITÉ, ces écarts de performance sont essentiellement dus à des différences comptables. Fin 2008 et début 2009, les règles d'évaluation des indices investissables CS/Tremont ont conduit à provisionner certains fonds. L'amélioration des conditions de marché a ensuite permis de reprendre les provisions. En décembre 2009, l'indice CS/Tremont Blue Chip Equity Market Neutral enregistrerait une performance de 33%, alors que la performance moyenne des indices market neutral s'élevait à 0,72%. En janvier 2010, les ajustements affec-



TOUTS LES TOURS DE PASSE-PASSE ONT UN TRUC. MAIS L'ILLUSION FONCTIONNE TOUT DE MÊME. TANT QUE LE SPECTATEUR NE VOIT PAS L'ASTUCE.



taient principalement les indices global macro (All Hedge: +7,80%, Blue Chip: +10,14, non investissable: +1,10%). Un mois plus tard, ce sont les indices multi-stratégies et convertibles qui réintégraient certaines provisions (All Hedge: respectivement +2,45% et +4,20%, Blue Chip: +14,59% et +15,47%, non investissable: +0,56% et +0,39%).

DE JUILLET 2008 à février 2009, les différences entre indices de CS/Tremont censés représenter les mêmes stratégies ont été, en moyenne, multipliées par trois, avec des écarts mensuels de plus de 100 pb, comme le montre le tableau ci-dessus. Cette hétérogénéité a été sans doute amplifiée par un manque de diversification des indices investissables, qui ont été exposés lourdement à deux fraudes successives. Ainsi, l'indice CS/Tremont Blue Chip Equity Market Neutral enregistrerait une perte de 26% (due à la fraude de

sables constituait l'opium de l'industrie alternative. Grâce à un artifice sémantique, on a pu croire qu'un benchmark pouvait se passer de représentativité. De fait, on s'exposait complètement à l'idiosyncrasie à laquelle on souhaitait initialement échapper. La disparition d'indices, les provisionnements et les rattrapages de valorisation, ainsi que la sous-diversification et la sélection des composants reflètent les problèmes particuliers de certains fonds de fonds et non le comportement moyen de l'industrie. À la fin du premier trimestre 2010, le bilan est clair. On ne peut désormais plus faire la sourde oreille aux recommandations des académiciens. L'arbitrage du praticien doit s'effectuer entre diverses solutions viables et non plus entre des fonds de fonds déguisés, dont l'objectivité reposait uniquement sur la réputation de leurs promoteurs.

LA FAÇADE INDICIELLE S'EST EFFONDREE DURANT LES DERNIERS MOIS DE 2008. LORSQUE L'INDICE A COMMENCÉ À REFLÈTER LES EFFETS DE PRINCIPES COMPTABLES ET NON LA PERFORMANCE DE L'INDUSTRIE ALTERNATIVE.

IL EST VRAI qu'il existe des benchmarks plus réalistes, même s'ils ne sont pas parfaits non plus. Dès 1998, les chercheurs ont recommandé le recours à des indices de fonds de fonds, non seulement comme indicateurs de la concurrence, mais aussi comme la meilleure estimation de l'univers des hedge funds. Les diverses distorsions de représentation sont en effet diminuées par le fait que les fonds de fonds intègrent dans leur rendement la performance réelle de leur investissement dans les fonds alternatifs. Parallèlement, au début des années 2000, l'Ecole de Hautes Etudes Commerciales (EDHEC) proposait d'utiliser des indices d'indices, une façon assez ingénieuse de diversifier les biais. La solution optimale pour obtenir une appréciation moyenne de l'industrie alternative dans sa globalité consiste à combiner les approches, c'est-à-dire à considérer les indices d'indices de fonds de fonds. Néanmoins, cette approche n'est guère pragmatique car l'information sur les constituants finaux des indices est perdue. Pour les praticiens, il est donc parfois préférable d'opter pour un indice de fonds de fonds qui offre de la transparence sur les composants. C'est le cas des indices HFRF Funds of Funds, qui fournissent aux souscripteurs de la base de données HFRF une transparence totale sur les constituants des indices. De plus, il existe un indice HFRF Funds of Funds Diversifié qui se concentre sur les fonds de fonds multi-stratégies, ce qui est particulièrement adapté pour le reporting de ce type de véhicule d'investissement. Enfin, dans le monde anglo-saxon, les indices HFRF sont perçus comme une référence incontournable de l'industrie alternative. ■

Westgate Capital Management) en février 2009, alors que la moyenne des indices market neutral (indice EDHEC) était de -0,5%. Un indice de hedge funds n'est pas exempt d'un biais de sélection significatif et l'on ne peut faire l'impasse sur la diversification.

L'HÉTÉROGÉNÉITÉ enfin des indices de CS/Tremont est bien sûr aussi la conséquence de l'absence totale de représentativité des indices investissables. Elle se constate d'ailleurs par l'explosion des écarts de performances mensuelles entre les autres indices investissables: 3400 pb entre le FTSE Convertible Arbitrage et le HFRX Convertible Arbitrage en octobre 2008, 1400 pb entre les indices Fixed Income de MSCI et du FTSE, 732 pb entre le Dow Jones Event Driven et le MSCI Event Driven en décembre 2008 ou 701 pb entre le FTSE Distressed et le Dow Jones Distressed en octobre 2008.

Avant la crise de liquidité, les indices investi-