ASSET ET ALLOCATIONS

LES CAHIERS DE L'ALLOCATION D'ACTIFS

Numéro 9 - 4e trimestre 2017 Achevée de rédiger le 01 | 03 | 2018

Private Equity et Private Debt : la prime d'illiquidité par rapport au Public Equity et au Public Debt est-elle justifiée ?

En novembre 2008, la Federal Reserve des Etats-Unis initie une politique d'assouplissement quantitatif sous la forme d'achats d'obligations qui prend fin en 2017, lorsque l'Institution monétaire annonce qu'elle va diminuer son bilan en ne réinvestissant plus le produit des remboursements de ses actifs en portefeuille, entretemps son bilan est passé de moins de 10 % à plus de 30 % du PIB des Etats-Unis. En mars 2015 la Banque Centrale Européenne initie la même politique avec les mêmes effets, et n'a toujours pas annoncé quand elle entend diminuer son bilan. Les effets de ces interventions se sont traduits par une forte compression mécanique des taux d'intérêt à long terme alors que les taux directeurs à court terme étaient maintenus à zéro, voire en dessous. Les actifs les plus liquides, actions et obligations, ont subi à des degrés divers la contagion de cette valorisation forcée.

A la recherche de performance soutenable sur le long terme, les investisseurs se sont logiquement tournés vers les actifs illiquides, a priori moins directement influencés par les interventions des banques centrales. Ils ont jeté leur dévolu vers l'immobilier, mais aussi sur la dette privée (Private Debt) et le capital-investissement (Private Equity), équivalents non cotés des actions (Public Equity) et des obligations (Public Debt). Les fondations des universités américaines de l'Ivy League, dont Harvard, Yale et Princeton, réputées pour la qualité de leur allocation d'actifs, ont depuis longtemps investi plus de la moitié de leurs patrimoines en actifs illiquides. Les particuliers très fortunés (Very High net Worth Individuals) ont aussi la particularité d'avoir une majorité de leur patrimoine investis dans de tels actifs. En fait tout investisseur qui a un passif très long désire capturer dans sa performance les primes censées rémunérer l'illiquidité de ces placements.

Le Private Equity et le Private Debt sont des classes d'actifs de taille relativement modeste, guère plus de 5 000 milliards de dollars à fin 2017 (source : Preqin), soit à peine 5% du PIB mondial, quand les marchés d'actions et d'obligations sont d'une taille comparable au PIB. Les actifs immobiliers détenus par des investisseurs à l'échelle mondiale sont à peine plus importants. Le Private Equity est dominé par le segment des LBO (Leveraged Buy-Out), qui représente les trois-quarts de la capitalisation de la classe d'actif, le capital-risque (Venture Capital) constituant le solde. Les Etats-Unis

représentent les deux-tiers du marché, l'Europe quasiment le solde. Deux fois plus petit en capitalisation que le Private Equity, le Private Debt est lui aussi dominé par la dette LBO (Leveraged Loans) et les Etats-Unis représentent aussi les deux-tiers du marché. Outre les entreprises sous LBO, l'immobilier est également un support du Private Equity et du Private Debt, souvent sous le vocable plus général d'actifs réels, incluant les infrastructures et les ressources naturelles.

Le Private Equity est le plus souvent intermédié sous forme de fonds car peu d'investisseurs possèdent les compétences internes pour investir directement. C'est ce qui a fait le succès de firmes d'investissement comme Blackstone, Apollo, KKR ou Carlyle aux Etats-Unis, qui gèrent à eux seuls plus de 1 000 milliards de dollars à fin 2017, et de firmes comme Apax, Nordic Capital, IK, EQT Partners, Ardian ou PAI en Europe. Souvent ces firmes investissent en fonds propres aux côtés des investisseurs dans un souci d'alignement d'intérêts et prennent, outre des frais de gestion récurrents, des frais indexés sur la performance (carried interest). Les indices représentatifs des performances de cette classe d'actifs sont construits à partir des valeurs de réalisation de ces fonds et des dividendes versés après prise en compte des frais, ils sont soumis au « biais du survivant » c'est-à-dire que seuls les fonds survivant aux aléas du marché sont pris en compte ce qui dope les performances. En revanche les indices de Private Debt sont construits comme des indices obligataires à partir de la capitalisation des emprunts privés échangés sur le marché de gré à gré. Les Leveraged Loans sont proches des obligations High Yield, qui leur sont subordonnées en termes de risque. Le rendement actuariel des Leveraged Loans est donc inférieur à celui des obligations High Yield. De par l'organisation du marché de l'investissement et des échanges, la classe d'actif Private est moins liquide que la classe d'actif Public, en contrepartie les indices Private sont par construction moins volatils que les indices Public.

Comment se comporte la classe d'actif Private par rapport à la classe d'actif Public sur les deux grands marchés américains et européens ? Comment se comporte le marché européen par rapport au marché américain sur les classes d'actif Private et Public ? Quelle amélioration en termes de rentabilité ajustée du risque une exposition à la classe d'actif Private procure-t-elle à une allocation de portefeuille en classe d'actif Public ?

Les indices les plus récents portent sur le Private Debt en Europe. Ils existent depuis décembre 2001, peu après le lancement de l'euro. L'analyse commence donc à cette date et porte jusqu'à décembre 2017. La période couvre quinze ans caractérisés par la reprise des marchés d'actions après l'éclatement de la bulle Internet en 2000, la crise financière globale de 2008, les politiques monétaires ultra accommodantes mises en place par les Banques centrales pour contrer les effets de la crise et enfin le début de la normalisation de ces politiques. Les indices de Private Equity ne sont que trimestriels, c'est donc sur cette fréquence harmonisée qu'est réalisée l'analyse. Le tableau 1 donne la nomenclature des indices considérés, tous ces indices sont représentatifs de performances globales revenus réinvestis. Lorsque des comparaisons sont faites entre l'Europe et les Etats-Unis, les indices sont convertis en euros avec couverture de change. Les rentabilités, volatilités et corrélations sont calculées à partir des variations annuelles des indices (trimestre considéré par rapport au trimestre de l'année précédente).

Tableau 1 : Indices de marchés

	Europe en euros	**Etats-Unis en dollars**
Emprunts d'état	Emprunts d'état zone euro 7-10 ans EMTX	US Treasuries 10 years Federal Reserve
Public Debt	Obligations d'entreprise zone euro High Yield BOFA	Obligations d'entreprise US High Yield Barclays
Private Debt	S&P Europe Leveraged Loan	Crédit Suisse US Leveraged Loan
Public Equity	DJ STOXX 600	S&P 500
Private Equity	Private Equity Developed Markets ex US Cambridge Associates	Private Equity US Cambridge Associates

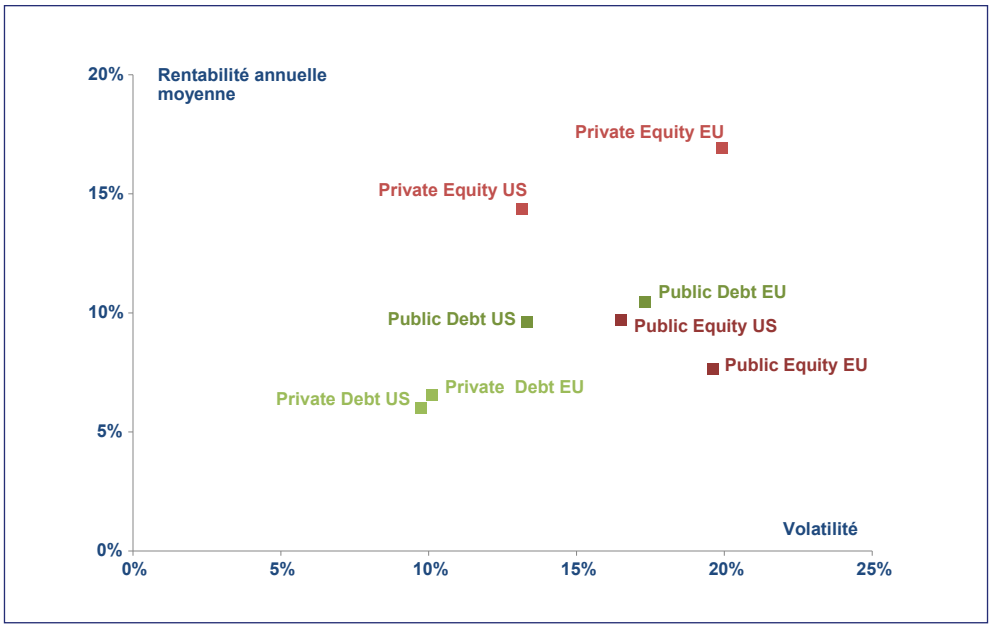
Comportement de la classe d'actif Private par rapport à la classe d'actif Public

Le graphique 1 positionne les différentes classes d'actif Public et Private en Europe et aux USA en fonction de leurs rentabilités annuelles moyennes sur la période 2001-2017 et de leurs volatilités.

En Europe comme aux Etats-Unis, l'indice du Public Debt surperforme celui du Private Debt. Les rentabilités des deux classes d'actifs sont relativement corrélées : à 87 % en Europe et 94 % aux Etats-Unis. Les rentabilités ajustées du risque ne sont pas très différentes mais le Public Debt est nettement plus volatile que le Private Debt. Les distributions des rentabilités des deux classes d'actifs sont caractérisées par une asymétrie vers les valeurs positives et une relativement forte probabilité d'occurrence de variations extrêmes.

A inverse, en Europe comme aux Etats-Unis, l'indice du Public Equity sous-performe celui du Private Equity. Les rentabilités des deux classes d'actifs sont moins corrélées que ce qui est observé sur la dette: à 58% en Europe et 77% aux Etats-Unis. La rentabilité ajustée du risque du Private Equity est nettement supérieure à celle du Public Equity pour des volatilités assez proches. La distribution des rentabilités des deux classes d'actifs est caractérisée par une asymétrie vers les valeurs négatives.

Graphique 1 : Rentabilités et volatilités des indices de performance globale 2001-2017



On observe une assez grande similitude du comportement des classes d'actifs Public et Private aux USA par rapport à l'Europe, alors que les emprunts d'état des deux régions ont un comportement assez différent. Les corrélations sont très élevées entre ces classes d'actifs et les betas proches de 1 (cf. tableau 2). En conséquence, il y a peu de gain en termes de réduction de risque à diversifier les expositions entre les deux régions.

Tableau 2 : Corrélation et beta des rentabilités des actifs aux Etats-Unis par rapport à l'Europe

2001-2017	Corrélation	Beta
Emprunts d'état	34 %	0,46
Public Debt	97 %	0,75
Private Debt	96 %	0,92
Public Equity	89 %	0,75
Private Equity	85 %	0,99

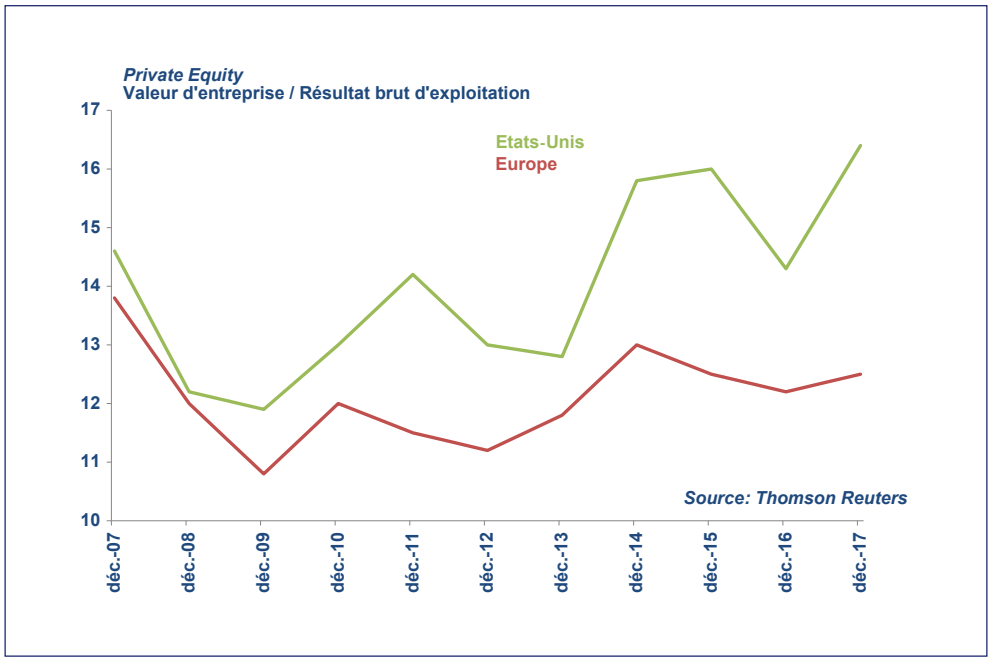
Valorisation de la classe d'actif Private par rapport à la classe d'actif Public

Les politiques monétaires ultra-accommodantes menées des deux côtés de l'Atlantique dans le sillage de la crise financière globale de 2008 ont eu un impact important sur la valorisation des actifs. Des emprunts d'état, la hausse des valorisations s'est propagée au crédit, aux actions et en dernier lieu aux actifs illiquides comme l'immobilier, le Private Debt ou le Private Equity.

Sur l'investissement en dette, cela s'est traduit par une compression des spreads de taux, mais la prime exigée pour l'illiquidité du produit a quelque peu protégé le Private Debt d'une contamination trop forte alors que le Public Debt a largement été impacté, à tel point que le taux de rendement actuariel sur le Public Debt en Europe est passé sous celui du Private Debt alors qu'il lui est subordonné.

Sur l'investissement en fonds propres, le principal multiple de valorisation du marché du Private Equity, le ratio de valeur d'entreprise sur résultat brut d'exploitation (EV/EBITDA), a subi une pression à la hausse (cf. graphique 2). Ce ratio a atteint 12,5 fin 2017 en Europe pour les entreprises de grande taille[1] et 16,4 aux Etats-Unis, un peu au-dessus de leur moyenne historique sur la période considérée de respectivement 12,1 et 13,9.

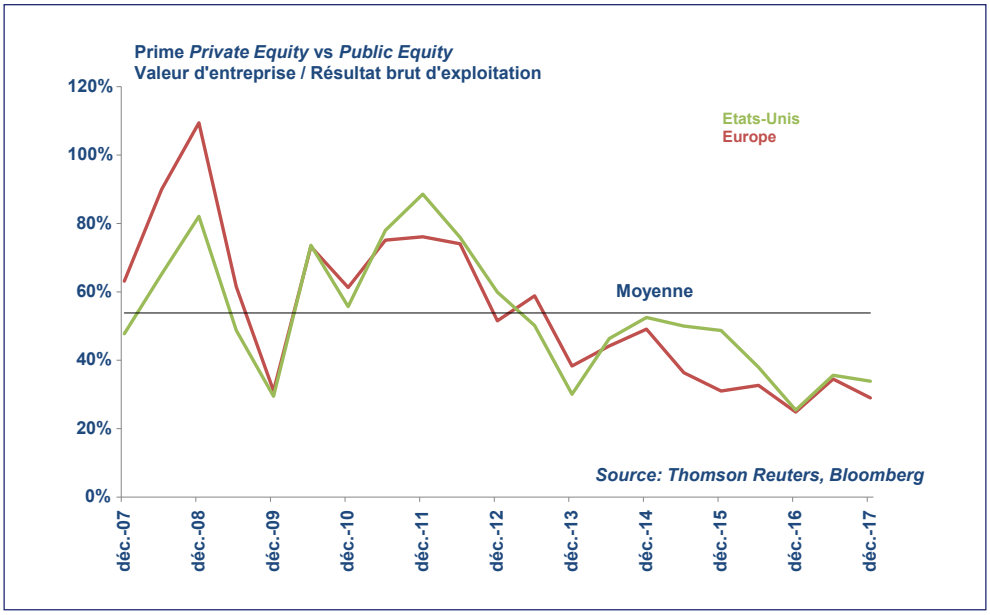
Graphique 2 : Multiple "Valeur d'entreprise sur résultat brut d'exploitation" du Private Equity en Europe et aux Etats-Unis – Entreprises de grande taille



Si, sur la base de l'écart à la moyenne du multiple, le Private Equity est surévalué de l'ordre de 4 % en Europe et de 18 % aux Etats-Unis à fin 2017, le Public Equity l'est beaucoup plus, de 22 % en Europe et de 32 % aux Etats-Unis. En conséquence la prime entre le multiple du Private Equity par rapport à celui du Public Equity, prime qui s'explique par l'écart de valeur entre une participation majoritaire et une participation minoritaire au capital, s'est effondrée : elle est de 29 % en Europe et de 34 % aux Etats-Unis fin 2017 contre une moyenne de 54 % dans les deux régions (cf. graphique 3). Incontestablement le Public Equity a été plus impacté par la politique monétaire ultra-accommodante que le Private Equity.

[1] Pour les entreprises de taille moyenne, le même ratio est de 9,1 pour une moyenne de 7,6 (source : Epsilon Argos)

Graphique 3 : Prime du multiple "Valeur d'entreprise sur résultat brut d'exploitation" entre le Private Equity et le Public Equity en Europe et aux Etats-Unis



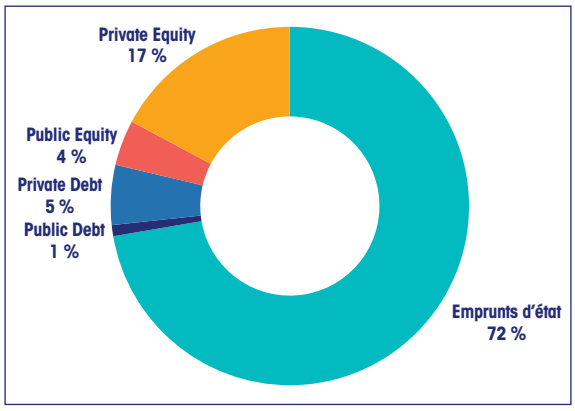
Apport de la classe d'actif Private aux portefeuilles optimaux

Quelles sont les apports de la classe d'actif Private sur les allocations stratégiques optimales de portefeuille en termes de diversification maximum[2] par rapport à des allocations n'en contenant pas ?

Compte tenu du comportement proche des classes d'actifs Private aux Etats-Unis et en Europe en termes de risque, l'allocation de portefeuille est restreinte à l'Europe. Deux portefeuilles sont calculés selon qu'une exposition en emprunts d'état est considérée on non, le cas avec inclusion des emprunts d'état étant le plus proche de la réalité des portefeuilles institutionnels.

Dans le cas où les emprunts d'état sont inclus, le Private Equity constitue 80 % de l'exposition en investissement en fonds propres et le Private Debt aussi 80 % de l'investissement en dette (cf. graphique 4). Par rapport à un portefeuille investi uniquement en classe d'actif Public, le gain de diversification[3] est de 25 %.

Graphique 4 : Portefeuille de diversification maximum d'actifs européens incluant les emprunts d'état

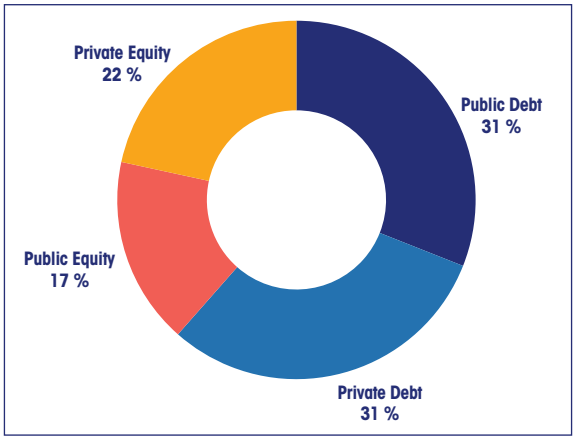


[2] La stratégie de diversification maximum égalise les contributions marginales de risque normées par la volatilité, elle maximise l'indice de diversification exprimé comme la distance entre la volatilité du portefeuille et celle de ses composants, elle est agnostique vis-à-vis des rentabilités attendues.

[3] Exprimé comme l'écart relatif des indices de diversification.

Dans le cas où les emprunts d'état sont exclus, le Private Equity constitue environ la moitié de l'exposition en investissement en fonds propres et le Private Debt également la moitié de l'investissement en dette (cf. graphique 5). Par rapport à un portefeuille investi uniquement en classe d'actif Public, le gain de diversification est de 10 %.

Graphique 5 : Portefeuille de diversification maximum d'actifs européens excluant les emprunts d'état



Conclusion

La classe d'actif Private constitue incontestablement un apport important à l'allocation stratégique de portefeuille en permettant la construction de portefeuilles bien diversifiés, aptes à capter les facteurs de performance des marchés. Dans cette période de sortie des politiques monétaires ultra-accommodantes, elle permet également d'aménager l'allocation tactique en incluant des actifs qui ont été moins impactés par ces politiques que la classe d'actif Public.

Allocation stratégique d'actifs à La Française

Les études académiques montrent que l'allocation stratégique d'actifs est responsable de près des trois quart de la variance de la performance d'un portefeuille diversifié, le complément étant apporté par l'allocation tactique et la sélection active sur chaque classe d'actifs.

La Française couvre un large spectre d'actifs d'investissement : actions et emprunts d'état de pays développés et émergents, obligations d'entreprise de diverses catégories, immobilier de bureaux et résidentiel, Hedge Funds, Private Equity et Private Debt.

C'est grâce à cette large palette d'investissements et à sa capacité d'analyse et de recherche, que La Française propose à ses clients institutionnels une première analyse de leurs allocations stratégiques d'actifs.

Publications éditées par La Française, Société anonyme à directoire et conseil de surveillance au capital de 78 836 320 € - RCS : 480 871 490.

Rédaction : Pierre Schoeffler

Les informations contenues dans ce document ne sauraient constituer un conseil en investissement, une proposition d'investissement ou une incitation quelconque à opérer sur les marchés financiers. Les appréciations formulées reflètent l'opinion de leurs auteurs à la date de publication et sont susceptibles d'évoluer ultérieurement. Le Groupe La Française ne saurait être tenu responsable, de quelque façon que ce soit, de tout dommage direct ou indirect résultant de l'usage de la présente publication ou des informations qu'elle contient. La présente publication ne peut être reproduite, totalement ou partiellement, diffusée ou distribuée à des tiers, sans l'autorisation écrite préalable du Groupe La Française.

XX3086 – Mars 2018

LA FRANÇAISE

www.la-francaise.com

128, boulevard Raspail 75006 Paris - France - Tél. +33(0)1 73 00 73 00 - Fax +33(0)1 73 00 73 01