

Private Equity et infrastructure: des investissements immunes au Covid-19?

Les investissements illiquides comme le Private Equity et l'infrastructure ont suscité un vif intérêt de la part des institutions de prévoyance ces dernières années. Les caractéristiques propres à ces classes d'actifs ont offert une protection quand l'activité a subi un fort ralentissement durant la pandémie.

La crise économique liée à la pandémie de Covid-19 a été pour des nombreuses institutions de prévoyance la première crise majeure traversée avec des actifs illiquides tels que le Private Equity ou l'infrastructure en portefeuille. Compte tenu de l'intérêt suscité par ces investissements au cours de la dernière décennie, il est primordial de comprendre quel a été l'impact de la crise sur ces placements.

Les investissements illiquides des institutions de prévoyance

Les investissements illiquides font partie des placements qui ont reçu le plus d'intérêt de la part des institutions de prévoyance depuis la crise financière de 2008. Cette tendance est expliquée par l'environnement de taux d'intérêts faibles et la prime d'illiquidité qui, tout en s'adaptant bien à l'horizon d'investissement des institutions de prévoyance, permet d'augmenter l'espérance de rendement. Le succès du Private Equity est également lié à la diminution du nombre de sociétés cotées, qui en fait un actif idéal pour conserver un portefeuille aussi représentatif que possible de l'économie. Le besoin grandissant de financement d'infrastructures tout autour de la planète offre des opportunités d'investissements dans cette typologie d'actifs qui étaient auparavant peu disponibles. L'allocation à ces investissements va probablement encore augmenter dans le futur car d'une part les nombreux engagements souscrits par les institutions de prévoyance n'ont pas encore été investis et d'autre part en raison d'une réglementation qui se développe favorablement pour ces investissements.¹

L'activité d'investissement au temps du Covid-19

L'activité d'investissement du Private Equity a subi un fort ralentissement au cours de la pandémie. Selon Preqin, la valeur de rachats d'entreprises (buyout) réalisés au deuxième trimestre 2020 a diminué de presque 45% par rapport à la moyenne des derniers cinq ans. Sur la même période, les transactions de sortie (vente des sociétés en portefeuille) ont fléchi d'environ 60% et celles en infrastructure de 75% (voir graphique).

Compte tenu de l'environnement, les gérants se sont concentrés sur la stabilisation de leurs portefeuilles. De nombreuses sociétés détenues par les fonds de Private Equity ont profité des lignes de crédit négociées auparavant pour garantir un coussin de liquidités suffisant afin de traverser la crise. Le montant de «dry powder» disponible offre également une sécurité supplémentaire aux gérants car elle permet de soutenir les sociétés qui nécessiteraient du financement. Il semblerait donc que, même si les gérants n'ont pas nécessairement prévu la nature et l'ampleur de la crise, ils s'y étaient préparés en se garantissant une marge de manœuvre suffisante en termes de financement et de temps disponible pour réaliser le portefeuille.

La question de la valorisation

La Covid-19 a indéniablement rendu la valorisation des investissements illiquides difficile. Il est utile de rappeler que la valorisation des actifs privés diffère fortement de la valorisation des investissements cotés en termes de méthodologie employée et de fréquence de valorisation.

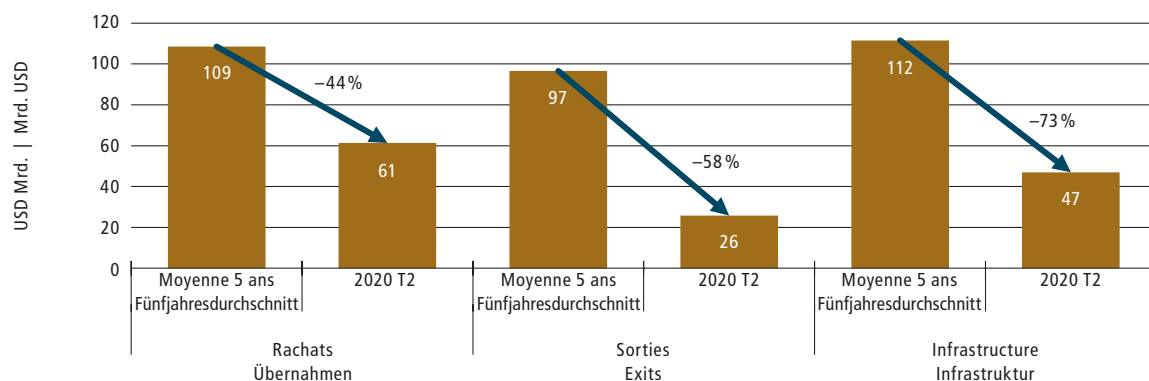
En effet, contrairement aux investissements cotés, les prix des actifs privés doivent être estimés en utilisant des modèles car ils ne sont pas directement obser-



Ivan Guidotti
PhD, CFA, Responsable
des investissements
XO Investments SA

¹ Ainsi, une nouvelle classe d'actifs «Infrastructure» vient d'être introduite dans l'OPP 2.

Volume transactions Private Equity et infrastructure Transaktionsvolumen Private Equity und Infrastruktur



Source/Quelle: Preqin, XO Investments

vables sur le marché. C'est le principe du mark-to-model qui s'oppose au mark-to-market employé pour les investissements cotés. Les modèles utilisés peuvent être groupés en deux catégories:

La première est celle dite de l'évaluation par multiple qui utilise des ratios (P/E, EV/EBITDA, EV/EBIT, ...) de sociétés similaires cotées pour évaluer les sociétés en portefeuille. Les ratios doivent être ajustés afin de refléter une prime pour le contrôle de la société et une décote pour le manque de liquidité de l'investissement privé. Le recours aux marchés publics peut être évité en recourant aux prix de transactions privées similaires.

La deuxième catégorie de modèles est celle de l'actualisation des flux de trésorerie (DCF) qui consiste à actualiser les flux attendus de l'investissement. Cette méthodologie très flexible introduit forcément de la subjectivité dans la prévision des flux attendus.

Les modèles de valorisation nécessitent un certain nombre d'inputs (données comptables, prix de transactions similaires, ...) qui sont produits à intervalles réguliers. Les investissements privés sont donc valorisés à une fréquence plus faible. Bien que le nombre de fonds de Private Equity évalués mensuellement ou trimestriellement ait significativement augmenté au cours du temps, les investissements privés sont traditionnellement valorisés annuellement.

Les inputs de modèles sont à la source des difficultés de valorisation du Private Equity et de l'infrastructure pendant la crise liée au Covid-19. D'une part, la diminution des transactions privées a empêché la valorisation des portefeuilles d'entreprises en utilisant des transactions comparables. D'autre part, l'incertitude quant au développement et aux conséquences de la pandémie rendent l'utilisation de l'approche DCF délicate. Enfin, la pertinence des multiples publics en période de stress est questionable en raison du pessimisme des investisseurs et des biais comportementaux qui se traduisent par une surréaction. En outre, les marchés cotés ont souffert également de l'assèchement de la liquidité causé par le déséquilibre entre offre et demande, phénomène qui ne concerne pas le Private Equity et l'infrastructure qui sont illiquides par nature. En d'autres termes, les ventes forcées ont créé un biais dans les multiples qui ne reflètent pas la juste valeur des investissements.

Les enseignements de la crise

Dans le contexte de la crise sanitaire et de la crise financière, la liquidité et la fréquence de la valorisation du Private Equity et de l'infrastructure offrent deux avantages majeurs: premièrement, le fait que les investisseurs ne peuvent pas quitter le fonds d'investissement ne force pas le gérant à vendre les positions détenues à des prix de liquidation. Deuxièmement, la

faible fréquence de valorisation permet aux gérants d'analyser l'impact de la Covid-19 et le refléter fidèlement. On évite ainsi de déprécier les actifs de façon indiscriminée comme cela s'est passé sur les marchés liquides au cours des mois de février et mars 2020.

Ainsi, les investissements illiquides n'ont pas offert uniquement une sorte de «diversification temporelle» associée au délai avec lequel ces investissements sont valorisés, ils ont surtout offert une plus grande stabilité des valeurs. Cela est attribuable à l'horizon de placement long qui empêche une valorisation excessivement court-termiste, aux techniques de valorisation qui réduisent les effets des biais comportementaux et à la faible liquidité des investissements qui évite les décotes lors que celle-ci s'assèche sur les marchés publics.