JEAN KELLER
DIRECTEUR GÉNÉRAL
DE QUAERO CAPITAL

Un œil sur la place

Marchés privés: classer les pommes avec les pommes

Qu'il s'agisse d'épargne individuelle, d'une caisse de retraite ou d'une fondation, on sait que l'élément prépondérant de la performance d'un portefeuille n'est pas la sélection individuelle des placements, mais plutôt l'allocation entre les grandes classes d'actifs à disposition. Pour les investisseurs, il s'agit d'abord de fixer leur objectif de performance sur le long terme, ainsi que leur capacité à prendre des risques. C'est ce couple risque/rendement qui va ensuite permettre de déterminer l'allocation stratégique adéquate, qui servira à son tour de guide à toute la politique de placement.

Théorisée en 1952 par le Prix Nobel d'économie Harry Markowitz, cette manière de procéder, couplée à la prise de conscience que la diversification est le seul réel «*free lunch*» dont les investisseurs peuvent bénéficier, a servi de base à toute la réglementation financière qui régit la gestion de fonds de pension.

Les marchés publics ont perdu de leur importance

Si ces principes ont longtemps prouvé leur bien-fondé, tel n'est malheureusement plus le cas à l'heure actuelle. Aujourd'hui, la structure des marchés financiers s'est profondément transformée et les règles d'allocation apparaissent désormais trop étroites pour appréhender et contrôler de manière efficace le couple risque/rendement.

En effet, l'importance des marchés privés n'a cessé d'augmenter et le carcan actuel ne permet pas toujours aux investisseurs de capturer parfaitement les opportunités offertes dans les différentes classes d'actifs.

Ainsi, du côté des actions, une part de plus en plus importante des entreprises renonce à une cotation en bourse et trouve des financements sans nécessairement s'adresser aux marchés financiers. Si l'on prend l'exemple des USA, près de 8000 entreprises américaines étaient cotées en bourse dans les années 1990. Actuellement, ce nombre est tombé en dessous de 4000.

Le même phénomène s'est produit avec la dette privée, qui permet aux sociétés de se financer en dehors du système bancaire et des marchés des capitaux. N'investir que dans les marchés publics revient donc à limiter fortement son univers d'investissement.

Pourtant, dans la plupart des pays, ces actifs non cotés sont regroupés avec tous les types d'investissement que l'on ne sait pas trop où classer, soit parce qu'ils sont illiquides, soit parce qu'ils sont souvent mal compris par le régulateur et sont donc fortement limités dans les réglementations prudentielles.

Ainsi, en Suisse, les règles de l'OPP 2 incluent les actifs privés dans la catégorie «placements alternatifs» dont l'allocation est limitée à 15% de la fortune d'une caisse, alors que la part de l'immobilier – pourtant beaucoup plus illiquide – peut monter jusqu'à 30%.

Il faut classifier les classes d'actifs en fonction de leur nature intrinsèque et des créances qu'elles offrent aux investisseurs

Cette nomenclature semble être devenue obsolète pour une politique de placement diversifiée, car elle ne reflète plus ni la réalité, ni l'éventail des possibles pour les investisseurs. En effet, il apparaît plus intéressant de classifier les classes d'actifs en fonction de leurs caractéristiques essentielles dans la construction d'un portefeuille.

A cet égard, on devrait donc admettre que les actions non cotées représentent un risque similaire aux actions cotées. Si l'on fait abstraction de leur liquidité, ce sont en réalité des investissements de même nature et il est donc contre-productif de les amalgamer aux autres placements alternatifs, tels que les hedge funds ou la dette privée, et donc de les limiter à 15% d'un portefeuille.

On peut se livrer à la même réflexion pour la dette privée, qui, par ses caractéristiques techniques et contractuelles, est essentiellement un investissement à revenu fixe assimilable à une obligation. Il semblerait donc plus pratique d'intégrer ces investissements dans les classes d'actifs qui partagent leurs caractéristiques, à savoir respectivement les actions et le revenu fixe. Il est d'ailleurs intéressant de constater que ces classes d'actifs sont souvent très corrélées entre elles.

La grande différence entre les investissements dans les marchés publics et privés tient essentiellement dans la liquidité de ces actifs. Typiquement, les véhicules qui donnent accès aux marchés privés imposent de longues périodes de détention aux investisseurs (généralement dix ans). Il s'agit naturellement d'une considération essentielle pour la construction d'une allocation stratégique et pour la gestion du risque.

Il est donc critique d'en tenir compte pour ne pas déséquilibrer la politique de liquidité du portefeuille. Une manière de répondre à cette inquiétude pourrait être d'ajouter dans chaque silo d'actifs des exigences de liquidité globale, afin de conserver une bonne adéquation entre les besoins de couverture immédiate et les objectifs de performance à long terme.

Une remise à plat nécessaire

Les marchés financiers se sont profondément transformés au cours de ces dernières décennies et il devient donc nécessaire de repenser les mécanismes de construction de portefeuille, non seulement dans le monde institutionnel mais également de manière plus générale.

Les marchés privés se sont considérablement développés et vont sans doute prendre encore plus d'importance à l'avenir, en raison des changements de réglementation et des progrès technologiques qui transforment tous nos modes de fonctionnement. Pour faire face à cette transformation, les règles doivent également s'adapter.

En conséquence, afin de refléter cette nouvelle réalité, il faut absolument classifier les classes d'actifs en fonction de leur nature intrinsèque et des créances qu'elles offrent aux investisseurs, tout en tenant compte des risques inhérents à l'investissement dans les marchés financiers: risque de marché, risque de crédit, risque de liquidité, pour ne citer que les plus importants.