PPCmetrics

Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.

www.ppcmetrics.ch

Effets de lissage et retard comme pièges

Mesure de la performance des placements illiquides

Alors que des indices de marché sont disponibles comme référence pour les placements cotés, ils font défaut pour les placements illiquides. La mesure du succès des placements est exigeante et pour une évaluation fondée de la performance après frais, il faut analyser différents chiffres clés.

En investissant dans des placements illiquides tels que le private equity, l'infrastructure ou l'immobilier, les investisseurs espèrent obtenir un rendement supplémentaire, en particulier par rapport aux équivalents cotés (p. ex. placements en actions ou placements en infrastructure cotés).

Ce rendement supplémentaire peut être attendu en raison du risque supplémentaire lié à l'illiquidité (bêta). Les marchés illiquides étant souvent classés comme moins efficients, les investisseurs espèrent en outre obtenir une surperformance grâce à une performance supérieure à la moyenne du gestionnaire de fortune (alpha).

L'espoir d'un rendement supplémentaire étant souvent l'une des principales motivations pour investir dans des placements illiquides, les investisseurs doivent pouvoir mesurer et évaluer le succès d'un investissement. Or, les caractéristiques spécifiques des placements illiquides rendent cette tâche difficile.

Les défis liés à la mesure de la performance des investissements dans des actifs illiquides ainsi que les solutions possibles sont discutés ci-dessous.

Asymétrie de l'information

Dans le cas des placements non liquides, l'asymétrie d'information entre les investisseurs et le gestionnaire de fortune (problème du principal-agent) est nettement plus marquée que dans le cas des placements liquides. Ainsi, le gestionnaire de fortune sait mieux quelle est la «vraie» valeur d'un investissement. En revanche, un investisseur n'a guère la possibilité de vérifier de manière autonome la valeur déclarée. De plus, il est difficile de contrôler si le gestionnaire de fortune agit vraiment dans le meilleur intérêt de l'investisseur. Certaines asymétries d'information peuvent être réduites avant l'investissement par des engagements concernant la transparence, la conformité ou l'égalité de traitement des investisseurs dans une convention complémentaire (side letter). En outre, une surveillance étroite de l'investissement, par exemple au moyen d'une comparaison avec un groupe de pairs, est essentielle et la performance déclarée devrait être évaluée de manière critique à l'aide de différentes mesures de performance.

Compréhension des méthodes d'évaluation utilisées

Les placements illiquides n'étant pas cotés en bourse, ils ne sont pas souvent négociés. L'évaluation ne se fait donc pas par le marché (Mark to Market), mais par des modèles (Mark to Model). Il en résulte des incertitudes quant au «juste» prix actuel d'un placement illiquide, car une évaluation basée sur des modèles ne correspond pas nécessairement à un prix de vente possible.

De plus, les placements illiquides ne sont généralement évalués que périodiquement (trimestriellement, voire annuellement). La faible périodicité de l'évaluation conduit à un lissage des données de rendement et donc à une sous-estimation du risque. En outre, les évaluations sont souvent disponibles avec un certain retard, ce qui entraîne une surestimation des effets de diversification.

Les méthodes d'évaluation utilisées dépendent fortement d'hypothèses (par exemple l'estimation des flux de trésorerie futurs ou le taux d'actualisation). En conséquence, les évaluations de modèles sont toujours subjectives dans une certaine mesure. Une évaluation objective de la performance du placement n'est donc toujours possible qu'après le remboursement du capital, car les évaluations de modèles ne jouent alors plus aucun rôle.

Ces effets peuvent être illustrés par la performance de différentes catégories de placements liquides et illiquides au cours des neuf premiers mois de l'année 2022 (voir graphique, page 37). Alors que les placements liquides ont sans exception fortement perdu de leur valeur, les placements non liquides ont pour la plupart réalisé des rendements positifs.

Comme les segments de marché respectifs sont soumis à des facteurs macroéconomiques similaires, on pourrait s'attendre à ce que les rendements suivent une évolution similaire. Il est donc essentiel pour les investisseurs de comprendre comment les placements illiquides sont évalués et quelles en sont les conséquences pour l'interprétation des performances des placements.

Des indicateurs modernes pour mieux évaluer la performance

Outre l'absence de prix de marché, les formes de mise en œuvre des placements illiquides constituent une difficulté supplémentaire pour la mesure de la performance.

Les investissements en private equity ou en infrastructure se font généralement par le biais de fonds à durée limitée. Un

investisseur fait une promesse de capital déterminée. Les promesses de capital sont appelées et investies progressivement sur plusieurs années par le gestionnaire de fortune. Contrairement aux placements cotés, le capital n'est donc pas entièrement investi immédiatement. De plus, des distributions sont déjà effectuées avant la fin de la durée de vie du fonds.

En raison de la pertinence des encaissements et des décaissements ainsi que du niveau fluctuant des investissements, les mesures de performance traditionnelles n'ont qu'une valeur informative limitée. C'est pourquoi on utilise souvent, pour les placements illiquides, des mesures de rendement qui tiennent compte du montant et du moment des flux de fonds. Le taux de rendement interne (TRI) et les multiples se sont ainsi imposés.[1]

Toutefois, ces indicateurs ne sont pas suffisants en tant que mesure unique pour évaluer la performance. Ainsi, ces deux mesures de performance ne tiennent pas compte du risque ni de l'environnement de marché. C'est pourquoi le Public Market Equivalent (PME) a été développé. Il permet de comparer la performance des placements illiquides à celle des placements cotés.

L'un des défis du PME est de choisir un indice de référence coté adéquat. Par exemple, les placements en private equity présentent souvent un biais «small cap» et «value» par rapport au marché des actions au sens large, ainsi que des niveaux d'endettement plus élevés.

Les indicateurs de performance établis ne suffisent donc pas pour une analyse fondée de la performance des placements illiquides. Pour une mesure pertinente de la performance, il convient de prendre en compte le risque ainsi que l'environnement de marché.

Transparence des coûts

Les coûts élevés ainsi que les structures de frais complexes et souvent peu transparentes doivent être pris en compte pour les placements illiquides. Il convient donc d'évaluer quelle est la plus-value après frais.

Il existe sur le marché de nombreux modèles de frais différents, ce qui rend la comparaison des coûts difficile et fastidieuse. En règle générale, les modèles de frais comprennent une commission fixe et une commission liée à la performance. Les frais fixes peuvent être prélevés sur les engagements de capital, la valorisation actuelle du fonds ou le capital appelé. Le seuil et les conditions de versement d'une commission liée à la performance peuvent varier considérablement. Des détails techniques peuvent parfois entraîner des différences de coûts significatives.

Étant donné que l'investissement dans un fonds implique un engagement à très long terme (dix ans ou plus), il est recommandé d'estimer les frais pour différents scénarios avant d'investir. Une fois l'investissement réalisé, les frais sont difficilement négociables et il est compliqué de se retirer avant la fin de la période. Pour un investisseur, il est donc essentiel de comprendre la structure des frais afin de pouvoir en évaluer le montant.[2]

La mesure adéquate du succès est complexe et coûteuse

La mesure de la performance des placements illiquides présente des défis supplémentaires en raison de leurs caractéristiques spécifiques. Pour une estimation adéquate de la performance la transparence quant aux modèles d'évaluation utilisés est de rigueur. Lors de la mesure de la performance, il convient d'utiliser des indicateurs modernes qui tiennent compte du risque ainsi que du marché, et de vérifier que les coûts sont conformes au marché.

TAKE AWAYS

- En règle générale, les placements illiquides ne sont évalués que périodiquement. La périodicité plus faible lors de l'évaluation conduit à un lissage des données de rendement et donc à une sous-estimation du risque.
- De plus, les évaluations sont souvent disponibles avec un certain retard, ce qui fait que les effets de la diversification sont surestimés.
- Il existe différentes mesures de la performance. Il est important de les comprendre afin de pouvoir classer les chiffres correspondants de manière critique.

Romano Gruber
Marc Staub

[1] Voir également à ce sujet les articles Ott/Zoss: «En quoi les classes d'actifs illiquides sont-elles différentes?» (page 69 ss.) ainsi que Hotz/Hotz: «Attention au piège de l'IRR» (page 74 ss.) dans la Prévoyance Professionnelle Suisse 03/22.

[2] Concernant les coûts, voir également l'article Mettler/Signer, page 44.

Comparaison des principales classes d'actifs illiquides

Classe d'actifs	Description	Intérêt de l'investissement (sélection)	Mise en œuvre auprès des caisses de pensions suisses	Volume/part de la fortune totale (statistique des caisses de pensions 2020)
Immobilier Suisse et étranger	Investissement dans des biens immobiliers dans les secteurs du logement, de l'industrie, des bureaux et du commerce de détail ainsi que dans des projets de construction	– Flux de trésorerie stables – Effet de diversification – Prime de risque autonome	Immobilier Suisse: Investissement dans des fonds ou des fondations de placement ainsi que des placements directs	Suisse: environ 188 milliards de francs (17.6 %)
		En plus pour les biens immobiliers à l'étranger: – Diversification mondiale	Immobilier à l'étranger: Investissement dans des fonds ou des fonds de fonds (structures open-end), de facto jamais d'investissement direct par la caisse de pensions	Etranger: env. 28 milliards de francs (2.6 %)
Infrastructure	Investissement dans le capital propre ou le capital d'emprunt d'installations d'infrastructure dans le domaine de l'énergie, des transports, de l'approvisionnement, de la communication, de l'infrastructure sociale et d'autres secteurs	– Flux de trésorerie stables avec protection contre l'inflation – Effet de diversification – Modèles commerciaux avec des barrières à l'entrée élevées/ monopoles	Investissement généralement par le biais de fonds ou de fonds de fonds (en général, structures closed-end, pour l'infrastructure de base, structures open-end également possibles), rarement des placements directs par la caisse de pensions	Environ 12 milliards de francs (1.1 %)
Dette privée	Investissement dans des prêts directs ou syndiqués à des entreprises de taille moyenne ou petite de catégorie «sub-investment grade» pour financer des opérations de fusion et d'acquisition (souvent des rachats par emprunt) ou d'autres besoins en capitaux	– Potentiel de rendement plus élevé (prime de risque de crédit) – Élargissement de l'univers d'investissement – Duration courte des intérêts	Investissement en général dans des fonds (en général closed-end pour le prêt direct ou open-end pour les crédits syndiqués), rarement octroi direct de crédit par la caisse de pensions ou investissement dans des fonds de fonds	Non indiqué séparément
Capital-investissement	Investissement dans le capital propre d'entreprises non cotées, les entreprises cibles pouvant être des start-ups (capital-risque), des entreprises en croissance (growth) ou des entreprises établies (leveraged buyouts)	– Un potentiel de rendement plus élevé – Effets de la diversification – Prime de risque autonome (notamment prime pour les petites capitalisations)	Investissement en général par le biais de fonds ou de fonds de fonds (généralement des structures fermées), rarement des investissements directs par la caisse de pensions	Environ 20 milliards de francs (1.9 %)
Fonds spéculatifs	Investissement dans des fonds de placement gérés activement qui tentent d'exploiter les opportunités et les inefficiences du marché, pas une catégorie d'investissement à proprement parler	– Valeur ajoutée par la gestion active (alpha) – Effet de diversification – Protection à la baisse par rapport aux risques de placement classiques	Investissement en règle générale par le biais de fonds ou de fonds de fonds, pratiquement aucune mise en œuvre interne possible par la caisse de pensions	Environ 15 milliards de francs (1.4 %)
Titres liés à des assurances	Investissement dans des risques d'assurance structurés comme des titres à revenu fixe ou des transactions privées (généralement des catastrophes naturelles telles que des tempêtes ou des tremblements de terre)	– Effet de diversification – Exploitation de nouvelles primes de risque – Faible risque de taux d'intérêt	Investissement dans des fonds, mise en œuvre interne par la caisse de pensions impossible	Environ 8 milliards de francs (0.8 %)

Source: PPCmetrics

Nous publions chaque année plus de 40 articles spécialisés sur des sujets variés.

Publica-tions

Nos experts partagent leur savoir et leurs avis avec le public.

Vidéos

Nous organisons plusieurs conférences chaque année. Découvrez-nous en live.

Congrès

PPCmetrics AG
Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research.
En savoir plus

Site Web