

LA FONCTION DE DIRECTEUR DES RISQUES N'EST PAS LA PLUS RÉPANDUE AU SEIN DES BACK-OFFICES DES FONDS D'INVESTISSEMENT. ILS NE SONT MÊME QU'UNE POIGNÉE À S'EN ÊTRE OFFICIELLEMENT DOTÉS SUR LA PLACE DE PARIS ALORS MÊME QUE LE CONTEXTE MACRO-ÉCONOMIQUE ET GÉOPOLITIQUE SE COMPLEXIFIE SINGULIÈREMENT.

La guerre des talents à l'œuvre actuellement dans le monde de l'investissement pourrait bien se déplacer sur un nouveau type de profil dans les prochains mois : celui de responsable de la gestion des risques ou CRO (chief risk officer). « Nous voyons que cette fonction de CRO prend de plus en plus d'ampleur dans les sociétés de gestion de private equity, principalement dans les plus grandes maisons multi-stratégies, qui en viennent à lui donner une seniorité plus importante que par le passé, en la plaçant au niveau des associés, et à lui allouer un budget, confirme Diane Segalen, fondatrice du cabinet de chasseurs de têtes Segalen+Associés. Historiquement, ces personnalités reportent au directeur financier ou à la direction générale, mais ne sont pas intégrées dans les équipes d'investissement ; aujourd'hui, elles interagissent avec plusieurs intervenants issus du front office mais aussi du portfolio management. L'enjeu est que ces responsables aient suffisamment de poids pour être entendus des investisseurs tout en ayant une vision et une conscience globales de la vie du fonds et de ses nécessités économiques. Généralement, les profils recherchés sont plutôt seniors et peuvent être passés précédemment par des organes de régulation ou des asset managers en tant qu'économistes ou analystes. »

VISION MICRO ET MACRO

Un tel CV permet d'accompagner le nécessaire changement de perspective qu'occasionne l'importance grandissante que prend ce sujet de la gestion des risques au sein des équipes d'investissement. Covid-19, guerre en Ukraine, inflation, hausse des taux, volatilité des marchés cotés et des cours des matières premières, dérèglement climatique et préoccupations ESG accrues, problèmes logistiques, cybermenaces... force est de constater que ces difficultés sont suffisamment protéiformes pour justifier d'y octroyer des ressources dédiées et, surtout, pour assurer une bonne articulation entre leur suivi et la politique d'investissement.

« Traditionnellement, un investisseur en private equity alloue davantage ses capitaux comme un micro-économiste, en regardant les performances et les données financières de chacune de ses cibles et participations. Or, lorsque l'on se place sous l'angle de la gestion des risques, il lui faut aussi juger si l'ensemble de son

Les chief risk officers sortent (lentement) de l'angle mort



« IL FAUT ÊTRE À LA FOIS CAPABLE DE SE RAPPROCHER DES ÉQUIPES D'INVESTISSEMENT POUR DESCENDRE AU PLUS PRÈS DES ACTIFS DU PORTEFEUILLE AFIN DE LES ÉVALUER, MAIS AUSSI DE LEVER LA TÊTE ET DE CAPTER DES TENDANCES D'AVANTAGE MACRO-ÉCONOMIQUES POUR ÊTRE EN MESURE D'INFLUER SUR LES DÉCISIONS », DENIS MICHEL, VAUBAN INFRASTRUCTURE PARTNERS

portefeuille n'est pas trop exposé à tel ou tel secteur, aux cycles économiques ou à telle ou telle matière première, met en perspective Jean-Marc Le Roux, associé de la pratique Private Equity chez Bain & Company. À chaque deal, il doit donc se poser la question de cet équilibre et donner des guidances aux investisseurs. Cela suppose de

combinaison une approche microéconomique tout en ayant une vision plus globale des enjeux et une intelligence macro plus prononcée, qui ne s'arrête pas aux seuls chocs conjoncturels, mais appréhende aussi les changements plus structurels que nous sommes en train de vivre et intègre le fait que la volatilité tend à devenir la nouvelle règle du jeu. »

À l'instar de ce qu'il s'est passé par exemple dans le domaine de l'accompagnement opérationnel des participations, une volonté d'internaliser de telles compétences de risk management se fait donc jour chez plusieurs acteurs, afin d'être proactifs sur l'identification des différentes problématiques en amont d'un deal, mais aussi en première ligne pour y sensibiliser les dirigeants une fois devenus actionnaires. « Sur un sujet comme la cybersécurité par exemple, atteste Denis Michel, directeur Risque, contrôle interne et conformité et associé du fonds Vauban Infrastructure Partners, nous sommes aujourd'hui sur une réalité opérationnelle quotidienne aussi bien pour la société de gestion que pour nos participations. Nous avons donc systématisé les due diligences sur ce sujet avant chacun de nos investissements et avons inscrit l'audit des systèmes d'information et de sécurité parmi les priorités de nos 100 premiers jours suivant notre entrée au capital. De même, concernant les risques ESG, nous nous posons toujours deux questions lorsque nous envisageons une transaction : est-ce que l'infrastructure que nous regardons est durable et résiliente ou non et pouvons-nous la transformer afin qu'elle le devienne encore plus à l'horizon de notre investissement ? Cela peut receler un potentiel de création de valeur très important. »

PEU DE GPS ÉQUIPÉS

La société de gestion spécialisée en infrastructures, spin-off de Mirova biberonné à la culture du risque au sein du groupe bancaire Natixis dont il reste un affilié, fait partie de la poignée d'acteurs de la place parisienne qui ont structuré cette fonction de « risk management ». Les autres filiales de banques partagent ce même ADN insufflé par leur maison-mère et dont s'inspirent certaines maisons privées : c'est le cas d'Aradian, qui a recruté en 2018 Sylvie Lallement, ancienne de BNP Paribas, Société Générale et JPMorgan, comme n°2 de son équipe de gestion des risques, ou d'Astorg, dont le risk manager Dominique Marchal a travaillé à la Banque centrale du Luxembourg en tant qu'analyste en risque de crédit avant de fonder son propre cabinet Bennani & Marchal Associates. De leur côté, les sociétés de gestion cotées ont des obligations réglementaires plus strictes et encadrées dans ce domaine. Pour le reste, encore peu d'équipes embarquent en interne des spécialistes de ces questions. « La plupart des fonds demandent à leurs équipes tran-

sactionnelles de prendre en compte ces problématiques. L'étude de ces risques est bien souvent un pré-requis pour obtenir l'accord du comité d'investissement pour une opération. Nous avons aussi parfois comme interlocuteurs les membres de l'équipe Conformité », note Louis-David Magnien, managing director Forensic, investigation et intelligence chez Kroll (ex-Duff & Phelps). « Compte tenu de la forte hausse de la volatilité et des taux d'intérêt, mais aussi de la chute des marchés, les gérants de portefeuilles de crédit ou d'actifs titrisés travaillent beaucoup en ce moment sur la mise en place de stress tests, signale Enguerran de Crémiers, son collègue de la pratique Valorisation de Kroll. Cela dit, les fonds de private equity ont toujours pris en compte les différents risques opérationnels, technologiques, commerciaux, juridiques, fiscaux, qui pouvaient peser sur des cibles éventuelles. Le fait est que de nouveaux facteurs apparaissent, comme l'inflation, les pénuries de personnel ou l'augmentation des taux, qui les amènent à être plus actifs dans ce domaine. De surcroît, l'essor des structures d'investissement evergreen rend cette question encore plus prégnante, car celles-ci sont particulièrement sensibles au risque de liquidité. »

« Jusqu'à présent, l'alternative était plutôt d'éclater cette fonction entre plusieurs personnes, généralement un partner et le directeur financier du GP, ou de l'externaliser, ce que font encore beaucoup de structures de petite taille, complète Cécile Vignial, principal chez Segalen+Associés. Pourtant, internaliser cette expertise présente plusieurs avantages : cela permet d'assurer une veille juridique constante, d'être au plus près des réalités de l'investissement et des différents environnements réglementaires dans lequel le fonds évolue, de gagner en réactivité, d'avoir une vision globale du risque au regard des différentes stratégies gérées par la plateforme ou encore de réaliser des économies d'échelle en agrégeant de la recherche sur un risque ou un pays particuliers. Enfin, et peut-être surtout, c'est un gage de crédibilité vis-à-vis des LPs qui sont de plus en plus attentifs à ce sujet. » Dans la dernière édition du Baromètre Collier Capital, 62 % des fonds de pension publics ayant souscrit à des fonds de private equity ont mis en lumière le risque réputationnel croissant que leur font courir ces investissements. Il en est de même pour 56 % des fonds de dotation et fondations. Six mois plus tôt, le même sondage comportait une question sur le risque lié à la cybersécurité : 72 % des LPs interrogés faisaient part de leur intention de demander un état de lieux dans ce domaine à leurs futurs GPs partenaires et 55 % étaient sur la même position concernant les participations sous-jacentes. « Une partie importante de mon travail consiste à répondre aux interrogations des souscripteurs de nos fonds qui veulent s'assurer que nous pilotons bien les risques au sein de notre portefeuille, témoigne Denis Michel, chez Vauban Infrastructure Partners. Lorsque Vauban IP reçoit un LP, un membre de mon équipe est le plus souvent présent à la réunion aux côtés d'un représentant de la direction générale. »

« CETTE QUESTION DE LA GESTION DES RISQUES EST UN ÉLÉMENT DE COMPÉTITIVITÉ POUR LES GPS : S'ILS NE SONT PAS PRÊTS À EN PRENDRE QUELQUES-UNS, TOUT EN LES PILOTANT AU PLUS PRÈS, ILS LAISSENT LA PLACE LIBRE À UN FONDS CONCURRENT QUI AURA D'AVANTAGE CETTE CULTURE », LOUIS-DAVID MAGNIEN, KROLL



« TOUT RISQUE REPRÉSENTE DES OPPORTUNITÉS QUI SONT AUTANT DE THÈMES D'INVESTISSEMENT POTENTIELS : PAR EXEMPLE, LA DÉGLOBALEISATION A POUR COROLLAIRE LA RELOCALISATION, LES DIFFICULTÉS DE RECRUTEMENT QUE CONNAISSANT AUJOURD'HUI NOMBRE D'ENTREPRISES A POUR PENDANT L'AUTOMATISATION ACCRUE DU TRAVAIL ET DES CHAÎNES DE PRODUCTION, LA LUTTE CONTRE LE RÉCHAUFFEMENT CLIMATIQUE NÉCESSITE DES INVESTISSEMENTS DANS LES SOLUTIONS ET INFRASTRUCTURES DE DÉCARBONATION... », JEAN-MARC LE ROUX, BAIN & COMPANY



... INFLUENCER LES STRATÉGIES D'INVESTISSEMENT

De fait, investisseurs comme gérants constatent bien que l'environnement tend à se durcir et que les nuages s'amoncellent ces dernières années, obligeant les uns et les autres à être le plus proactifs possible pour anticiper et gérer ces vents contraires. Pour l'heure, les investisseurs ont à leur service des logiciels de middle ou back office dédiés, par exemple au sein de la suite eFront, qui leur

permettent de modéliser divers scénarios – évolution du cours du baril de pétrole, récession dans tel ou tel pays... – et leurs impacts sur leur portefeuille. Toutefois, tout semble indiquer qu'une nouvelle étape est en train d'être franchie. « Des GPs font actuellement évoluer leurs modèles pour prendre en compte de nouvelles réalités : la déglobalisation, l'inflation, la volatilité comme nouvelle règle du jeu... Cela suppose d'être plus agile et en éveil tout en ayant à l'esprit que le métier d'un fonds de private equity n'est pas tant d'éviter le risque que de faire en sorte de le pricer au mieux, souligne Jean-Marc Le Roux, chez Bain & Company. Il faut aussi bien comprendre que tout risque représente des opportunités qui sont autant de thèmes d'investissement potentiels : par exemple, la déglobalisation a pour corollaire la relocalisation, les difficultés de recrutement que connaissent aujourd'hui nombre d'entreprises a pour pendant l'automatisation accrue du travail et des chaînes de production, la lutte contre le réchauffement climatique nécessite des investissements dans les solutions et infrastructures de décarbonation... En outre, nous entrons dans une phase d'inflation que beaucoup d'investisseurs actuellement en poste dans les fonds n'ont jamais connue, ce qui suppose d'assimiler de nouveaux réflexes et de nouvelles manières d'approcher un dossier. » Toute la question pour les sociétés de gestion est donc d'anticiper au mieux, de faire le tri entre les risques structurels et ceux qui sont davantage conjoncturels et d'envi-

« DE NOUVEAUX FACTEURS APPARAÎSSENT, COMME L'INFLATION, LES PÉNURIES DE PERSONNEL OU L'AUGMENTATION DES TAUX, QUI LES AMÈNENT À ÊTRE PLUS ACTIFS DANS CE DOMAINE. DE SURCROÎT, L'ESSOR DES STRUCTURES D'INVESTISSEMENT EVERGREEN REND CETTE QUESTION ENCORE PLUS PRÉGNANTE, CAR CELLES-CI SONT PARTICULIÈREMENT SENSIBLES AU RISQUE DE LIQUIDITÉ », ENGUERRAN DE CRÉMIERS, KROLL



sager les meilleures réponses à y apporter afin de préserver les performances des sociétés du portefeuille et les rendements du fonds. « Il est certain qu'il va y avoir une rupture de tendance par rapport à l'environnement dans lequel nous évoluons depuis plusieurs années maintenant ; toute la question est de savoir quelles seront son ampleur et sa durée. Cela suppose d'être à la fois capable de se rapprocher des équipes d'investissement pour descendre au plus près des actifs du portefeuille afin de les évaluer, mais aussi de lever la tête et de capter des tendances davantage macro-économiques pour être en mesure d'influer sur les décisions. Chez Vauban, nous passons au crible tous les nouveaux investissements, mais nous réalisons aussi chaque trimestre une revue de notre portefeuille avec un comité dédié. Parallèlement, nous faisons intervenir Kroll pour des audits de valorisation trimestriels et nous sommes en train, en ce moment même, de réaliser un audit cyber de toutes nos participations. Enfin, j'ai à ma disposition une batterie de stress tests modélisant différents sujets comme l'inflation, les taux, le Covid..., met en perspective Denis Michel. Il est important de cartographier ces différents risques, de mesurer l'importance des uns par rapport aux autres, d'évaluer la fréquence et la gravité avec laquelle ils pourraient nous toucher... Une fois que ce travail a été réalisé, il n'y a qu'une alternative : soit nous estimons que ce risque est excessif et nous ne faisons pas l'investissement concerné, soit nous sommes prêts à le piloter et dans ce cas-là nous intégrons un système de bonus-malus pour adapter le profil risque/rendement de la participation. »

RISQUES DE FINANCEMENT ET DE VALORISATION

De fait, toutes les perturbations à prendre en compte actuellement n'ont pas la même prégnance ni le même impact final sur l'activité d'un fonds et le comportement d'un portefeuille. Trois catégories se distinguent dans ce domaine : les risques purement financiers, ceux liés à la conformité et à la sécurité et les problématiques davantage juridiques, voire judiciaires. Dans le domaine macro-économique d'abord, l'heure est logiquement à la surveillance renforcée des taux et des prix. « La hausse des taux qui s'annonce a un impact direct sur le taux d'actualisation des cash flows via l'augmentation des taux sans risque. Or, un taux d'actualisation plus élevé a pour conséquence immédiate une baisse des valorisations, rappelle Enguerran de Crémiers, managing partner au sein de la pratique Valorisation de Kroll. Un autre point clé est l'inflation : est-ce qu'elle peut être répercutée sur les prix de vente des produits, c'est-à-dire aux clients finaux ? Cette interrogation vaut aussi bien pour les deals futurs que pour les sociétés actuellement dans les portefeuilles des fonds. »

Par ailleurs, qui dit hausse des taux dit renchérissement du coût de financement et potentiel déséquilibre des montages avec effet de levier. « Sur les opérations de LBO, nous allons être amenés à regarder plus précisément l'état de la trésorerie des sociétés ciblées afin d'évaluer leur capacité à absorber la hausse du coût de la dette et l'inflation, dans un contexte où la croissance serait plus incertaine. Cela pourrait aussi influencer sur la structuration des transactions : pour préserver leur TRI, les sponsors pourraient être tentés d'accroître la part d'equity qu'ils investissent afin de limiter le levier. Certains pourraient aussi y être contraints par les banques afin de voir leur dossier accepté », pointe Renaud Régner, managing director Transaction de Kroll. Bien entendu, ces préoccupations ne sont pas entièrement nouvelles pour les investisseurs en private equity. Toutefois, la longue période de taux bas qui est en train de se terminer a peut-être eu un effet anesthésiant sur certains acteurs qui savaient pouvoir trouver de la liquidité à

« L'ENJEU EST QUE CES RESPONSABLES AIENT SUFFISAMMENT DE POIDS POUR ÊTRE ENTENDUS DES INVESTISSEURS TOUT EN AYANT UNE VISION ET UNE CONSCIENCE GLOBALES DE LA VIE DU FONDS ET DE SES NÉCESSITÉS ÉCONOMIQUES. GÉNÉRALEMENT, LES PROFILS RECHERCHÉS SONT PLUTÔT SENIORS ET PEUVENT ÊTRE PASSÉS PRÉCÉDEMMENT PAR DES ORGANES DE RÉGULATION OU DES ASSET MANAGERS EN TANT QU'ÉCONOMISTES OU ANALYSTES », DIANE SEGALÉN, SEGALÉN+ASSOCIÉS



tout moment. L'heure est donc venue de revenir aux fondamentaux et de se donner les moyens de contrôler l'ensemble de ces facteurs de risque.

RISQUES RÉPUTATIONNELS EN HAUSSE

« Le b.a.ba du risk management est d'anticiper, prône Denis Michel, chez Vauban IP. Concernant les taux, il paraissait évident que la tendance baissière se terminerait un jour ou l'autre. C'est pourquoi nous avons choisi de mettre en place des financements de très long terme dans nos opérations, afin de lisser les effets de cycle et de recourir à des instruments de couverture contre la hausse des taux. Quant à l'inflation, notre classe d'actifs Infrastructures est une protection naturelle, puisque les tarifs sont indexés sur la hausse des prix. » L'anticipation vaut aussi pour la deuxième catégorie de risques davantage liée aux sujets de fraude, de blanchiment ou corruption mais aussi de cybersécurité. Ces problématiques peuvent certes avoir des répercussions sonnantes et trebuchantes sur la capacité d'un fonds à céder une participation par exemple, mais aussi moins tangibles et qui touchent à la réputation du GP et de ses souscripteurs.

« Les fonds d'investissement ne se fixent pas de barrières en termes de secteurs ou de pays où se déployer, mais, lorsqu'ils en viennent à sortir de leur zone de confort, ils sont plus précautionneux et demandeurs d'analyses en profondeur. L'enjeu pour eux est de bien connaître l'environnement dans lequel évolue une société qu'ils ciblent, son éventuelle dépendance à certains fournisseurs ou partenaires dont la réputation serait sulfureuse ou la solvabilité non assurée... Par exemple, dans le contexte actuel, les GPs nous demandent de remonter les chaînes de détention de certains fournisseurs jusqu'à leurs bénéficiaires effectifs, afin de savoir s'ils peuvent se trouver touchés par les sanctions prises dans le cadre de la guerre en Ukraine », explique Louis-David Magnien, chez Kroll. Une fois en possession de ces données objectives, les équipes d'investissement peuvent là encore décider de refermer le dossier, ce qui ne signifie pas nécessairement qu'elles tirent une croix sur le secteur ou le pays concernés, ou bien de réaliser l'opération tout en sachant qu'il leur faudra suivre de près l'évolution du ou des risques identifiés.

« Cette question de la gestion des risques est un élément de compétitivité pour les GPs : s'ils ne sont pas prêts à en prendre quelques-uns, tout en les pilotant au plus près, ils laissent la place libre à un fonds

concurrent qui aura davantage cette culture, rappelle l'expert. Or, un risque accru a toujours pour corollaire un rendement supérieur. » Il a aussi pour conséquence une recherche renforcée de protection et des relations à remettre à plat entre les sociétés de gestion et leurs assureurs.

CAPACITÉS DE COUVERTURE EN BAISSE CHEZ LES ASSUREURS

« Il se peut que nous soyons au début d'un nouveau cycle de sinistralité. Entre les conséquences de la crise sanitaire qui ne se feront pas sentir sur les performances des fonds avant deux ou trois ans, lorsque les sorties interviendront, et la guerre en Ukraine, tout le monde est dans l'expectative, avertit Frédéric Chemouni, fondateur du courtier spécialisé Initiative & Risk Partners. Les compagnies d'assurances ont décidé de revoir leurs engagements dans la couverture des risques de responsabilité des sociétés de gestion, ce qui se traduit par des baisses de capacité couplées à des niveaux de primes maintenus, voire rehaussés. En réaction, les fonds nous sollicitent pour combler les niveaux de couverture manquants en mettant en place des lignes de garantie Excess avec plusieurs compagnies d'assurances. » Dans ce domaine aussi, les sujets de crispation peuvent prendre diverses formes qui nécessitent toutes que la société de gestion se ménage une protection dédiée. « Les fonds avec qui nous travaillons nous invitent souvent à nous rapprocher des dirigeants des sociétés prises en participation. À juste titre, la mise en place d'une couverture adaptée au niveau de la

« LA MISE EN PLACE D'UNE COUVERTURE ADAPTÉE AU NIVEAU DE LA SOCIÉTÉ OPÉRATIONNELLE PERMET DE SE PRÉMUNIR CONTRE L'ACCROISSEMENT DES RISQUES AUXQUELS SES DIRIGEANTS, DONT LE REPRÉSENTANT PERMANENT DU FONDS, SONT CONFRONTÉS AU TITRE DE LEUR MANDAT SOCIAL », PERRINE WANG, INITIATIVE & RISK PARTNERS



société opérationnelle permet de se prémunir contre l'accroissement des risques auxquels ses dirigeants, dont le représentant permanent du fonds qui prend classiquement un siège au board de la participation, sont confrontés au titre de leur mandat social, complète Perrine Wang, co-managing partner d'Initiative & Risk Partners. Du recours du liquidateur en cas de dépôt de bilan de l'entreprise au recours d'actionnaires mécontents dilués dans le cadre d'une opération capitalistique, les dirigeants n'ont de cesse de voir leur responsabilité civile

engagée. Qu'elle porte sur un mandat de direction de droit ou de direction de fait. » Certes, ces risques sont inhérents au métier d'investisseur et ne sont pas nouveaux. En revanche, si, dans un contexte de tensions sociales, ils venaient à se conjuguer aux perturbations exogènes qui se déclarent à travers la planète, la situation pourrait rapidement devenir difficile à gérer pour les fonds. ■

E.L.L.



« LA HAUSSE DES TAUX POURRAIT INFLUER SUR LA STRUCTURATION DES TRANSACTIONS : POUR PRÉSERVER LEUR TRI, LES SPONSORS POURRAIENT ÊTRE TENTÉS D'ACCROÎTRE LA PART D'EQUITY QU'ILS INVESTISSENT AFIN DE LIMITER LE LEVIER. CERTAINS POURRAIENT AUSSI Y ÊTRE CONTRAINTS PAR LES BANQUES AFIN DE VOIR LEUR DOSSIER ACCEPTÉ », RENAUD RÉGNER, KROLL