

Est-il possible de comparer la performance globale du non coté ? Notre enquête apporte trois réponses : le private equity reste une industrie du cas par cas sans grand intérêt pour la mesure d'une performance globale très délicate à dupliquer ; peu de spécialistes tentent la comparaison avec les autres actifs ; enfin, la performance moyenne du non coté n'est pas largement supérieure mais suffisamment décoréllée pour attirer les investisseurs.

PERFORMANCE du private equity : la difficile "juste" mesure

« **L**a Bourse, meilleur placement à long terme » : une idée reçue ou le résultat d'études remontant jusqu'à 1929 ? Depuis cette crise, les marchés actions ont globalement bien progressé mais les investisseurs estiment que l'analyse est intéressante sur un « plus court long terme », par exemple à trente ans. Pourtant, il reste bien difficile de remonter si loin dans le non coté... Et certains n'en ressentent pas les besoins.

« Premièrement, note Vincent Gombault, si on parle globalement du non coté, la performance ne sera pas extraordinaire. En revanche, les résultats du top quartile différencient largement le private equity, mais il vaut mieux éviter : les meilleurs fonds sont souvent sous-souscrits et inabordables pour le premier investisseur venu. » Outre l'hétérogénéité des performances, le responsable des fonds de fonds d'Axa PE met en avant deux particularités du capital investissement : contrairement à la Bourse, on ne peut y placer des capitaux où l'on veut quand on veut ; et comme le non coté reste un placement à risques, les professionnels – en tête desquels les fonds de fonds – ont tendance à ne mettre en avant que les meilleurs éléments, ce que ne font pas les indices boursiers. « C'est une approche pragmatique, mais logique pour ceux qui doivent sélectionner », commente Marc Auberger, coprésident de la commission statistiques à l'Afic. Autre différence, reprise dans l'étude de Steve Kaplan et Antoinette Schoar parue cet été dans *The Journal of Finance* : pour l'instant, les meilleurs gérants le restent plus dans la durée dans le private equity que dans l'asset management. Pour diverses raisons, on constate que les fonds

directs n'ont finalement pas, aujourd'hui en tous cas, trop de mal à convaincre les investisseurs à venir sur le non coté.

« Du point de vue des investisseurs, le private equity, c'est de la gestion alternative, rappelle Jean-François Bay, président de la société de conseil Seeds Finance. Ils ne regardent pas un rendement historique car le marché est trop jeune. » Pour Etienne Paresys aussi, responsable de la performance chez Private Equity Intelligence à Londres, les LPs n'ont pas forcément besoin de comparer. Ils savent qu'ils investissent dans des véhicules restant à construire en faisant confiance à une équipe capable de réaliser un rendement grâce à seulement quelques bons deals. Jean-François Bay : « Ils vont donc d'abord se demander combien ils peuvent investir dans le non coté et ensuite comment ? » Répondre à la deuxième question est facilité par les données, souvent fiables, proposées par les associations professionnelles. Celles-ci insistent d'ailleurs sur le risque élevé d'une performance décevante pour les investissements réalisés par « à coups » : il est primordial de diversifier les supports, zones, stades et modes d'investissement, d'investir sur une longue période par des allocations annuelles régulières pour lisser les effets de cycle et de millésimes, etc. Diversification plus importante que pour les actions cotées du fait de la difficulté de « sortir » des investissements décevants.

Pas de performance sans risque

« En revanche, il est nettement plus difficile de répondre à la question de combien investir », explique Didier Guennoc, responsable du conseil aux investisseurs chez Origo Management. En tant que chef économiste de l'Evca, il a coordonné une étude sur ce sujet : l'enquête réalisée en 2004 avec CDC Ixis et la Technische Universität Munchen conclut que la part idéale du non coté dans un porte- ●●●



«Seuls les résultats du top quartile différencient largement le private equity. Mais les meilleurs fonds sont souvent sursouscrits et inabordables pour le premier investisseur venu.»

Vincent Gombault, Axa Private Equity

Le responsable fonds de fonds d'Axa PE met en avant l'hétérogénéité des performances.

••• feuille d'actifs à moyen-long terme (comprenant aussi des actions et obligations) se situe entre 5 et 10%. Il ajoute que la performance du private equity n'a de sens que si elle est associée à la notion de risque. «Etrangement, quelques professionnels l'oublie encore», juge Pierre-Yves Mathonet. Le responsable du risk management des activités VC du FEI, co-auteur de *Beyond the J Curve*, explique comment cette diversification d'un portefeuille global peut bonifier le couple risque-performance : «à condition cependant d'investir dans des équipes qui ajoutent de la valeur aux transactions». «Il n'empêche, il y a actuellement un risque de surchauffe



Mirela Ene, responsable de la recherche à l'Evca.

sur certains segments et il faut réfléchir pour en sortir au plus juste moment, explique Vincent Gombault. Or être sélectif sur les deals au point de ne pas investir pendant une période donnée pour éviter les risques est un luxe que tous les fonds ne peuvent se permettre.» Autrement dit par Detlef Mackewicz, d'Avida Advisers : «Le risque de bulle sur les large buyouts semble diminuer mais les performances pourraient en pâtir.» L'étude de 2004 précitée insiste aussi sur l'impossibilité du non coté à proposer un guide des prix de manière continue. Malgré ces mises en garde – «c'est comparer des pommes et des oranges» notent certaines revues anglophones –, la performance globale du private equity reste une clé de l'investissement.

Définir un outil de mesure

«Il faut juste être clair sur ce qu'on mesure», confirme David Bernard, responsable de l'activité private equity Europe pour le fournisseur d'informations Thomson Financial. Deux critères complémentaires sont utilisés pour mesurer la performance du capital investissement : le multiple de sortie et le TRI ou taux de rendement interne. Un multiple élevé sur une plus longue période peut être considéré par certains comme plus attractif qu'un TRI élevé sur une courte période, synonyme de distribution rapide. Mais, pour beaucoup d'investisseurs, la notion de temps justifie que le TRI reste le meilleur instrument de mesure, pour une participation comme pour un véhicule d'investissement ou pour un agrégat de fonds puisqu'il n'est pas possible d'établir un indice dont les actifs changent totalement en quelques années. Le TRI (net de tous frais de gestion et com-

LE PRIVATE EQUITY DEVANT LES MARCHÉS ACTIONS EN EUROPE

En Europe, les résultats de Thomson Financial sont chaque année publiés par l'EVCA : entre 1994 et 2004, les fonds de private equity ont réalisé un TRI de 10,4% quand, pour exactement les mêmes entrées et sorties d'argent, un indice actions (Morgan Stanley Euro) aurait perdu 0,8% et un indice small caps (HSBC Small Company) n'aurait gagné que 8,6% en moyenne par an. Selon ce modèle, seuls les obligations (l'indice recomposé JP Morgan Euro Bonds) auraient fait mieux que le private equity avec 11,8%. Cette analyse comparée avantage d'ailleurs d'autant

plus les fonds que les liquidités ont surtout afflué dans le private equity lors des cinq dernières années, au cours desquelles les marchés obligataires ont globalement bien progressé. Et cette allocation des capitaux dans le temps désavantage aussi les actions qui, même à court terme, ont dans les faits bien mieux performé qu'il n'apparaît ici. Toujours à dix ans, le venture européen fait beaucoup moins bien avec seulement 6,3%, au contraire du venture américain qui a réalisé un TRI de 26,7% (chiffre Thomson Venture Economics non rapporté dans ce tableau). Les TRI du private

equity et du venture européen sur une période de cinq ans sont moins élevés voire négatifs, affectés comme l'ensemble des marchés actions par les effets de la bulle Internet. Cette méthode des TRI (ou PME) a pour défaut de ne pas tenir compte, quand le private equity surperforme (ou sous-performe) largement l'indice, des prises de bénéfices (ou allocations complémentaires) qu'aurait réalisées un gérant actions. Elle peut aussi aboutir à des résultats aberrants (négatifs en valeur absolue) en cas de distributions exceptionnelles venant du private equity.

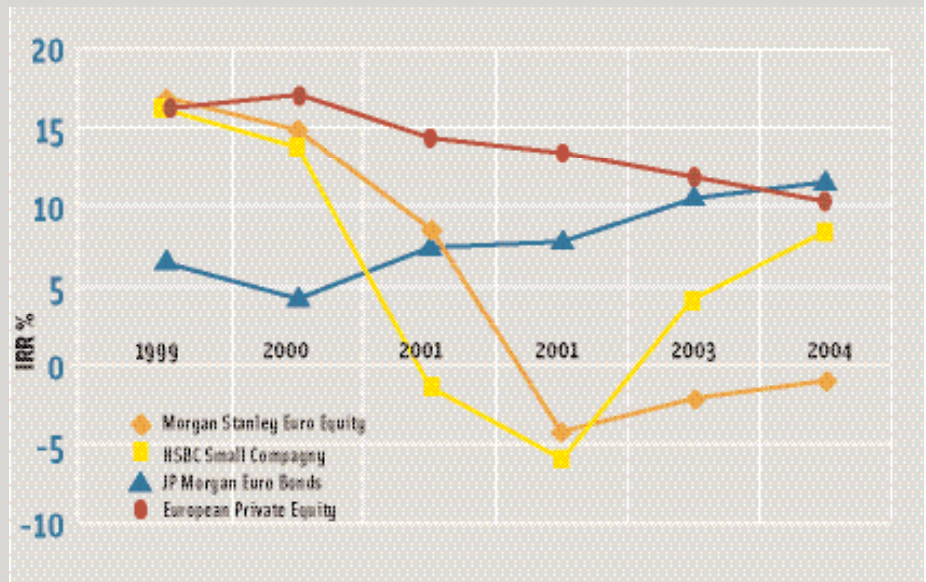
En revanche, l'échantillon ici choisi comprend 956 fonds (sur plus de 3 000 estimés en Europe, fonds liquidés inclus) représentant 159,6 milliards d'euros et donc environ 70% des engagements : «Seuls biais possible, commente Mirela Ene, responsable du département recherche de l'Evca : si quelques uns des tout meilleurs ne désiraient pas figurer dans ces statistiques pour ne pas relever le niveau du premier quartile et donc ne plus apparaître si forts aux yeux de leurs investisseurs... Et les jeunes fonds, de moins de deux ans, qui ne voudraient pas donner leurs performances.»

TRI COMPARÉS DU PRIVATE EQUITY
Depuis la création des fonds formés entre 1980 et 2004

Agrégats de fonds/indices	à cinq ans	à dix ans
Venture Europe	-2,3	6,3
Morgan Stanley Euro	-9,4	1,8
HSBC Small Company Equity	6,9	10
JP Morgan Euro Bonds	10,6	12,8
Buyouts Europe	5,7	12,5
Morgan Stanley Euro	-11,1	-2,8
HSBC Small Company Equity	5,2	7,7
JP Morgan Euro Bonds	8,9	11,2
All private equity Europe	2,8	10,4
Morgan Stanley Euro	-10,4	-0,8
HSBC Small Company Equity	5,8	8,6
JP Morgan Euro Bonds	9,5	11,8

Source : EVCA/Thomson Venture Economics (au 31 décembre 2004)

EVOLUTION COMPARÉE PRIVATE EQUITY/BOURSE EN EUROPE
TRI glissant à dix ans sur la période 1999-2004



Source : EVCA/Thomson Venture Economics (au 31 décembre 2004)

missions) permet de tenir compte précisément des cash-flows qui vont et viennent au sein d'un même fonds sur une période donnée.

Il convient bien sûr de préciser si c'est un TRI «since inception», c'est-à-dire depuis le début du fonds, ou bien sur un horizon défini. Certains, comme le gatekeeper américain Cambridge Associates, utilisent aussi l'instrument propre aux marchés publics, le time-weighted return (TWR), moyenne géométrique des rendements annuels sur une période donnée. Moyenne forcément différente du TRI calculé sur la même période puisque les TRI, qui tiennent compte de l'échéancier des retours, ne sont pas «additionnables». Les performances du private equity ainsi mesurées sur des périodes de moins de cinq ans n'ont d'ailleurs d'intérêt que pour savoir si l'année (ou le trimestre) en cours est meilleur que la précédente... «Mais le private equity est comme une course de fonds : l'important n'est pas de gagner au premier tour mais à l'arrivée», rappelle Christophe Bavière, président du directoire d'AGF PE. Or les performances varient fortement selon les millésimes et d'autant plus lors des premières années d'existence du fonds pendant lesquelles son fonctionnement intrinsèque entraîne le phénomène dit de la courbe en «J» (quand les frais de gestion ne sont encore pas compensés par l'accroissement de valeur du portefeuille). «Les TRI doivent aussi être calculés avec précision en fonction des mouvements de cash-flow au jour ou au mois près : il n'est pas possible de se baser sur une moyenne de cash-flows annuels», insiste David Bernard, déplorant que cela ait été pratiqué par certains...

Quel benchmark ?

Réunir les éléments d'une étude comparée des performances n'est donc pas évident. Certains professionnels britanniques, en tête desquels Jeremy Coller, avaient, il y a une dizaine d'années, monté un groupe de travail pour conclure que le parallèle avec les indices boursiers ne pouvait prendre en compte de manière réaliste l'évolution



David Bernard, responsable du private equity européen chez Thomson VE.

Multiple : valeur finale cumulée de l'ensemble des rendements courants divisée par la valeur d'origine.
TRI : taux d'actualisation pour lequel les flux de liquidités négatifs et positifs s'annulent.

TRANSPARENCE : AXA PE ET AGF PE ADOPTENT LES NORMES GIPS

Axa PE et AGF PE sont les deux premières sociétés de gestion du private equity en France à avoir adopté, respectivement en juillet et en août, les normes GIPS (Global Investment Performance Standards) utilisées au niveau international pour harmoniser notamment la présentation des résultats dans la gestion d'actifs. Bien qu'il n'existe pas encore d'obligation en matière de vérification, Axa PE a été audité par PwC et AGF PE par KPMG, deux organismes qui leur ont fourni une attestation de conformité renouvelable chaque année. L'intérêt est de pouvoir proposer des performances comparables aux investisseurs internationaux, expliquent le Centre for Financial Market Integrity (CFA Institute), l'Association Française de la Gestion Financière et la Société Française des Analystes Financiers, les trois organismes à l'origine de la parution

en France de ces normes mises en place (et remises à jour en 2005) par l'Investment Performance Council. Ces normes «mondiales» fournissent le cadre déontologique de référence pour le calcul et la présentation des performances passées des sociétés de gestion de portefeuilles. Elles s'adressent principalement aux gestionnaires pour compte de tiers (en OPCVM ou sous mandat) qui doivent respecter certains standards : présenter l'ensemble de la gestion et non pas seulement de tel fonds ou tel mandat, sous forme de composites par types d'actifs ou stratégie d'investissement, avec un historique conforme sur au moins cinq ans, etc. Plus de 90% des sociétés de gestion concernées suivent déjà ces normes, sauf sur certains segments particuliers comme le capital investissement, pour lequel le CFA Institute a mis en place un groupe de travail.

des volumes circulant dans le private equity. La remarque est d'autant plus valable que les capitaux ont abondé significativement dans le non coté ces dernières années. Austin Long et Craig Nickles ont proposé, dans un article publié en 1995, de construire un modèle où les flux du private equity pouvaient être repris sur des indices boursiers, en respectant précisément la construction des dits indices. Cette méthode du «public market equivalent» (PME) a été d'autant plus facile à appliquer sur le Vieux continent que les Européens suivent déjà depuis longtemps des guidelines en matière de valorisation des portefeuilles, ce qui est moins vrai aux Etats-Unis où la NVCA n'a pas souhaité jouer un rôle d'encadrement sur ce sujet. Thomson Financial, qui collecte quotidiennement depuis 1969 les cash-flows des fonds d'investissement (aujourd'hui 1 000 en Europe, 2 000 aux Etats-Unis) – données confirmées pour 50% par les LPs concernant la performance –, a donc construit dès 1996 un modèle assez fiable comparant les TRI d'un agrégat de fonds avec ceux de quatre indices boursiers recomposés en tenant compte des mêmes flux. L'Evca reprend ces résultats (voir tableau), dont il ressort que les fonds de private equity européens présentent des performances largement supérieures à un indice actions mais seulement légèrement au-dessus (de 180 points de base en moyenne par an) d'un indice small caps et même inférieures (de 140 pb) à un indice obligations.

Pas de quoi donc révolutionner la vision des investisseurs institutionnels, qui, étant donnés les risques, le manque de liquidité – Patrick Artus, l'économiste de CDC Ixis, estime la prime d'illiquidité du private equity entre 150 et 350 pb – et les difficultés d'accès à cet actif, en attendent généralement une prime de 400 à 600 points de base annuels sur une longue période. «La performance globale du passé ainsi étudiée est intéressante et peut être présentée aux investisseurs pour crédibiliser le private equity. Mais ce qui compte après tout, ajoute Didier Guennoc, ce sont les performances futures, dont on peut légitimement penser qu'elles ont du potentiel avec la professionnalisation très récente de ce marché.»

En revanche, la décorrélation – qui nous ramène donc à la notion de risque – entre cet actif et la Bourse, parfois remise en cause par des praticiens qui essaient peut-être aussi, par là, de rassurer les investisseurs institutionnels les plus frileux, apparaît dans ces statistiques de Thomson, «relativement évidente». Une aubaine, puisque c'est ce que disent rechercher les investisseurs institutionnels. ■



Didier Guennoc est également conseil aux investisseurs pour la société Origo Management.

“La performance globale du passé permet de crédibiliser le marché, même si ce sont, après tout, les performances futures qui comptent.”

Didier Guennoc, chef économiste de l'Evca

EVALUATION : LE DÉBAT SUR LA FAIR VALUE CONTINUE

«La réévaluation des portefeuilles est dangereuse», «comment fixer la valeur des flux futurs d'une start-up dont les cash-flows sont encore négatifs», «le juge de paix, c'est la sortie», etc. Malgré l'adoption par de nombreuses associations nationales du guide d'évaluation, établi par l'Evca, l'Afic et la Bvca, pour valoriser les actifs non cotés du portefeuille, le débat sur la fair value n'est pas arrêté. Jusqu'en 2004, le principe était celui de la méthode prudente, selon laquelle les valeurs des participations étaient, jusqu'à la sortie, soit maintenues à leur coût d'acquisition, soit affectées d'une provision en cas d'éléments défavorables, soit exceptionnellement réévaluées sur la base de références extérieures : IPO, nouveau tour de table, etc. Depuis, la prise en compte

des normes comptables IFRS entraîne un changement dans la valorisation des actifs des fonds qui doit être réalisée à la juste valeur (fair value), c'est-à-dire au plus proche de la réalité économique à un instant donné... alors qu'ils continuent parfois, au moins pendant les deux premières années, à maintenir la valeur de leurs participations au coût d'acquisition. Cette méthode, en ligne avec les principes comptables des investisseurs eux-mêmes soumis aux normes IFRS, apporte une plus grande volatilité aux valeurs des participations. «Malgré les difficultés, les GPs savent assez bien évaluer leur net asset value, estime Didier Guennoc. Ils établissent généralement des valeurs liquidatives trimestrielles et les comptes du fonds sont revus et certifiés annuellement.»