

fiches de Fondamentaux du *private equity*

Rappels de cours et exercices corrigés

Mondher Cherif
Alfonso Lopez de Castro



Introduction

Cette fiche présente les principales caractéristiques du private equity en tant que classe d'actifs alternatifs et ses principaux acteurs, ainsi que le CVC (corporate venture capital), bras armé des grands groupes pour soutenir ou acquérir des jeunes entreprises innovantes (fintech, assurtech, start-up) par le biais de fonds evergreen. Nous présentons quelques chiffres clés du secteur du capital investissement en France et à l'international.

I Définition et caractéristiques de la classe d'actifs

Le capital-investissement ou private equity (PE) relève de la gestion d'actifs pour tierce partie. Les fonds de PE sont dirigés par des équipes de gestion nommées General Partners (GP) qui investissent pour le compte d'investisseurs (Limited Partners ou LPs) qui leur confient des capitaux en vue de les placer dans des entreprises non cotées. L'objectif étant de revendre ces participations au bout de quelques années avec un gain en capital qui sera partagé selon des ratios définis à l'avance entre le GP et les LPs. La responsabilité des investisseurs est limitée à l'apport des capitaux.

Investir dans le private equity est risqué, ce qui signifie qu'il n'y a aucune garantie de rendement et que les investisseurs ne devraient pas investir à moins d'être prêts à perdre une partie ou la totalité de leur capital. Cette classe d'actifs constitue un investissement illiquide et les performances passées ne constituent pas un indicateur fiable des performances futures.

II Caractéristiques clés du private equity

Pour les investisseurs, le PE représente une classe d'actifs alternatifs qui leur permet de diversifier leurs portefeuilles tout en espérant optimiser le couple risque / rendement et leurs frontières efficientes. En effet, Le PE présente des caractéristiques qui peuvent le rendre attractif aux yeux des investisseurs institutionnels :

- Actifs décorrélés des marchés financiers
- Investissement dans l'économie réelle (entreprises non cotées)
- Rendements attractifs : d'après France invest et EY, à la fin 2022, le capital investissement a affiché des bonnes performances : 14,2 % nets sur 10 ans :
- Gestion active : les fonds de PE participent activement à la gestion et à l'amélioration des opérations, de la stratégie et de la rentabilité des sociétés de leur portefeuille.

- Stratégies de sortie: les sociétés de capital-investissement s'efforcent de réaliser des rendements grâce à diverses stratégies de sortie, telles que la vente de sociétés en portefeuille à des industriels ou à des fonds de PE, l'introduction en bourse (IPO : Initial Public Offering) ou la recapitalisation.
- Un ratio de Sharpe (mesure de la performance par unité de risque) plus élevé que celui des actifs cotés :

$$\text{Ratio de Sharpe} = (R_p - R_f) / \sigma_p$$

Avec :

R_p = rendement du portefeuille %

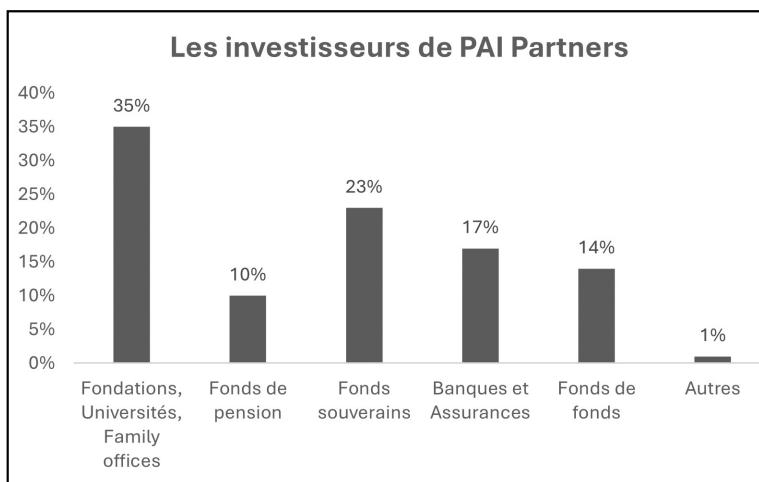
R_f : risk-free rate % (référence à battre)

Et σ_p : écart-type des rendements du portefeuille %

- Horizon à long terme: le capital-investissement implique souvent des horizons d'investissement plus longs, allant généralement de quelques années à une décennie ou plus. Ainsi, la classe d'actif est peu liquide (les fonds FCPR: Fonds Communs de Placements à Risques ont une durée de vie de 10 ans en moyenne et sont fermés: closed end funds), et ce, malgré la présence d'un marché secondaire entre LPs.
- La classe d'actifs n'est pas dépourvue de risques (voir encadré 1 ci-dessous : DIC: document d'informations clés pour l'investisseur).
- Le PE est un actif de diversification pour les investisseurs.

Nous présentons à titre d'exemple PAI Partners qui gère environ 26 milliards d'euros à travers plusieurs fonds de private equity. Les fonds récents incluent PAI Partners VIII, lancé en 2023 avec un capital de 7,1 milliards d'euros, et PAI Europe VII, créé en 2018 avec 5,1 milliards d'euros. Ces fonds attirent des investisseurs tels que des fonds de pension, fonds souverains, compagnies d'assurance, banques, fonds de fonds et individus fortunés (family offices). PAI propose également des opportunités de co-investissement et intervient dans les transactions secondaires. Le graphique suivant donne une idée sur les catégories d'investisseurs (LPs) qui confient leurs capitaux à PAI Partners.

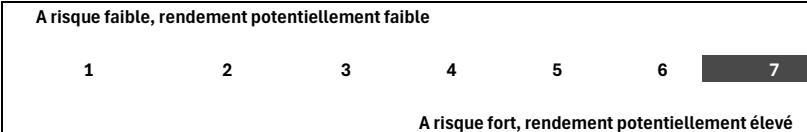
Graphique 1:
Répartition par type de LPs



Source: Auteurs d'après les données de PAI Partners

Encadré 1:
Extrait d'un DIC: Winch Private Capital FCPR géré par Edmond de Rothschild Investment Partners

Profil de risque et de rendement:



Ce fonds est noté en catégorie 7, ce qui reflète son exposition à plus de 50 % sur des sociétés non cotées qui présentent un profil rendement/risque élevé. Le FCPR ne bénéficie d'aucune garantie ni protection du capital. Il se peut donc que le capital initialement investi ne soit pas intégralement restitué ou que la performance finale diverge de l'objectif de gestion.

■ SRRI: Standardized Risk-Return Index:

	Intervalle de volatilité		Classe de risque (de faible à très fort)
Calcul SSRI	0.0 % >	< 0,5 %	1
	0,5 % >	< 2.0 %	2
	2.0 % >	< 5.0 %	3
	5.0 % >	< 10 %	4
	10 % >	< 15 %	5
	15 % >	< 25 %	6
	25 % >		7

Le profil de risque est basé sur les performances passées et les décisions que les managers ont pris concernant la stratégie du fonds.

Le DIC inclut également des risques importants non pris en compte dans cet indicateur, tels que le:

- Risque de liquidité: les sommes collectées peuvent être investies dans des entreprises non cotées ou cotées en bourse mais dont les volumes de transactions sur les marchés restent limités. La capacité de la société de gestion à céder ces actifs peut ne pas être immédiate.
- Risque lié à la sélection des entreprises: le style de gestion discrétionnaire appliquée au fonds repose sur la sélection des entreprises. Il existe un risque que le fonds ne soit pas investi à tout moment sur les sociétés les plus performantes.
- Risque lié aux petites capitalisations: le fonds sera investi dans des sociétés de faible capitalisation boursière, dont le volume de titres sur le marché (le flottant) peut être réduit et la volatilité importante.
- Risque lié au calcul de la valeur liquidative: le calcul de la valeur liquidative est délicat; celle-ci sera déterminée, selon la méthodologie décrite au Règlement et peut ne pas refléter la valeur exacte du portefeuille.
- Risque Actions: les variations à la baisse des marchés actions peuvent entraîner une baisse de la valeur liquidative du FCPR.
- Risque de Taux: la variation de la courbe des taux d'intérêt peut entraîner une baisse de la valeur des obligations et autres titres de créance et de ce fait une baisse de la valeur liquidative du FCPR.

Les LPs font face à d'autres risques qui peuvent négativement impacter la valeur des investissements. A minima, les risques suivants doivent être pris en compte dans une stratégie de gestion des risques :

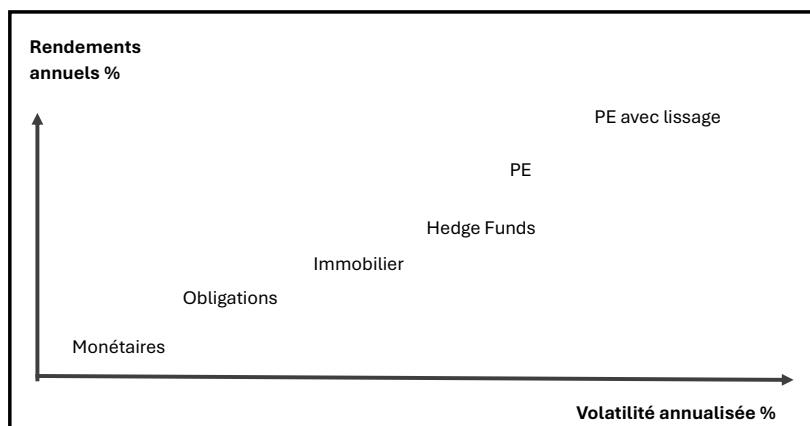
- Risque de financement: le calendrier imprévisible des flux de trésorerie présente des risques de financement pour les investisseurs. Les engagements sont contractuellement contraignants et le défaut de paiement

entraîne la perte des parts dans le partenariat de capital-investissement

- Risque d'illiquidité : l'illiquidité des participations expose les investisseurs au risque de liquidité des actifs associé à la vente sur le marché secondaire à un prix inférieur à la valeur liquidative déclarée (décote).
- Risque de marché : la fluctuation du marché a un impact sur la valeur des investissements détenus en portefeuille.
- Risque en capital : la valeur de réalisation des investissements en capital-investissement peut être affectée par de nombreux facteurs, notamment (mais sans s'y limiter) la qualité du gestionnaire du fonds, l'exposition au marché des actions, les taux d'intérêt et les taux de change.

Le private equity a historiquement fourni l'un des rendements ajustés au risque les plus attractifs parmi les classes d'actifs. En effet, les portefeuilles alloués au PE ont généré un rendement plus élevé avec un risque similaire à celui des portefeuilles traditionnellement diversifiés. Comme le montre le graphique 1, il offre les rendements annualisés les plus élevés parmi les principales classes d'actifs tout en affichant moins de volatilité que les actions cotées, même en lissant les rendements trimestriels en rendements journaliers (PE avec lissage *i.e.* « desmoothing private equity returns »).

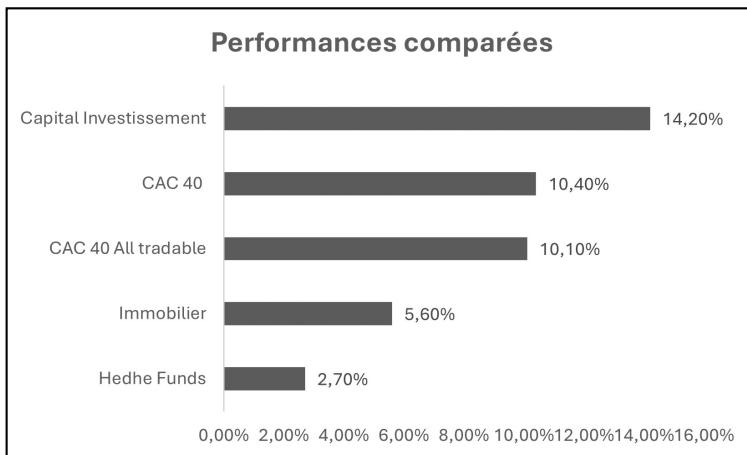
Graphique 2:
Benchmarking rendement/risque PE versus autres classes d'actifs



Source: Auteurs

En France, d'après les données de l'association du capital investissement, France Invest, le PE surperforme les autres classes d'actifs (graphique 2).

Graphique 3:
Performances annuelles sur 10 ans
(à la fin 2022, moyennes sur la période 2013-2022)



Source: Auteurs d'après les données publiques de France Invest

Private equity, Markowitz et le « free lunch »

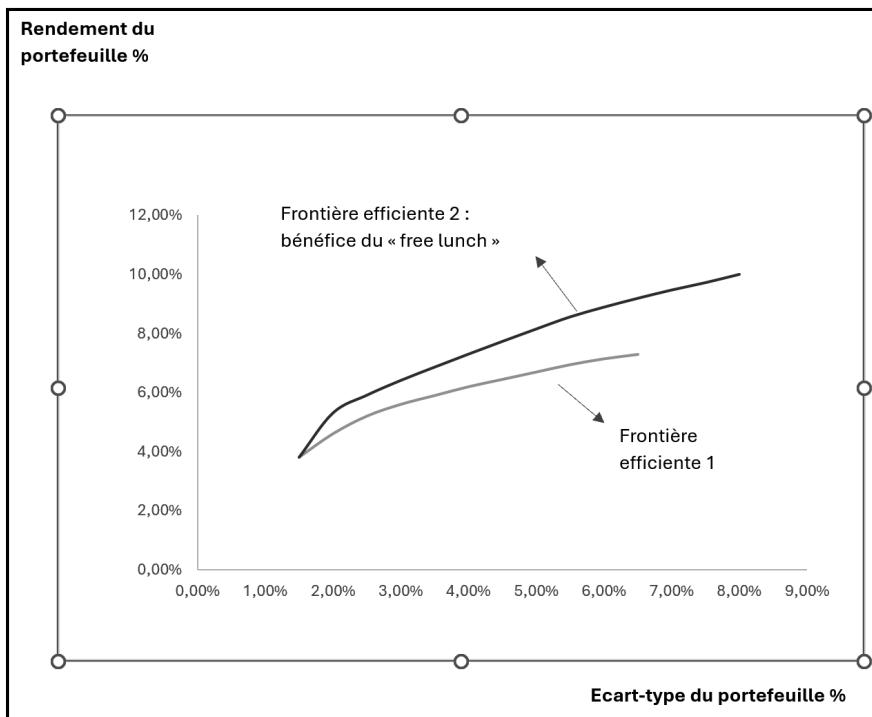
Ce qui est également pertinent, c'est le potentiel de diversification d'une classe d'actifs puisque, comme l'a démontré Markowitz, le père de la théorie moderne du portefeuille, la diversification est « le seul repas gratuit ou free lunch en finance ». La base même d'un portefeuille d'investissement est de le construire avec des actifs imparfairement corrélés afin de profiter du principe de diversification. Le PE peut constituer une opportunité pour les investisseurs d'accéder au « déjeuner gratuit » via la diversification du portefeuille. Selon une étude réalisée par KKR, l'un de plus gros fonds de PE, et portant sur les 20 dernières années, et qui prend en compte des corrélations historiques entre les grandes classes d'actifs, les auteurs ont tracé deux frontières efficientes à la Markowitz (*i.e.* La frontière efficiente est un ensemble de portefeuilles qui offre le rendement attendu le plus élevé pour un niveau de risque donné, tel que défini par l'écart-type ou la volatilité).

Ci-après un exemple théorique avec une répartition rendement / risque pour tracer les deux frontières efficientes (la seconde incluant le private equity).

Tableau 1: Frontières efficientes

Rendement du portefeuille (%)								
Frontière 2	3,80 %	5,30%	5,90%	6,40%	6,85%	7,29%	7,72%	8,14%
Frontière 1	3,80 %	4,60%	5,20%	5,60%	5,90%	6,20%	6,45%	6,70%
Écart-type du portefeuille	1,50 %	2,00%	2,50%	3,00%	3,50%	4,00%	4,50%	5,00%

Graphique 4:
Frontière efficiente et private equity



Source: Calculs des auteurs

Pour chaque niveau de volatilité cible, le potentiel de rendement est maximisé sur la base de chiffres historiques. D'après l'étude de KKR, la frontière efficiente 1 est limitée à quatre principales classes d'actifs, à savoir les liquidités (cash), les obligations, l'immobilier et les actions. Pour la frontière efficiente 2, on a introduit la classe d'actif PE. Cela a pour effet de déplacer la frontière efficiente vers la gauche, montrant comment un portefeuille comprenant du PE exploite davantage le « repas gratuit » permis par la diversification, offrant ainsi des rendements plus élevés pour le même niveau de risque, tel que mesuré par l'écart type (encadré 2).

Ci-après quelques chiffres relatifs à la corrélation du private equity et d'autres classes d'actifs (source : Morningstar). Ils montrent une corrélation faible à modérée (sauf avec l'indice boursier S&P 500) ce qui est favorable à la diversification :

- Corrélation PE/S&P 500: entre 0,6 et 0,8
- Corrélation PE/REITS: entre 0,3 et 0,5
- Corrélation PE/Hedge Funds weighted composite index: entre 0,4 et 0,6
- Corrélation PE/Commodities: entre 0,2 et 0,4