

## DIFFERENTS TYPES DE PRIVATE EQUITY

### INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- Le private equity est plus ancien que l'investissement en actions et consiste à **investir dans des sociétés non cotées** ou privées
- L'univers des sociétés privées est bien plus large que celui des sociétés publiques (cotées), mais pas toutes ne sont propices à l'investissement (taille, profitabilité, gouvernance)
- On peut investir dans ces sociétés à travers les fonds propres (LBO; VC) ou la dette (*distressed*; *mezzanine*). Chacune de ces stratégies ciblent des sociétés bien distinctes
- L'investissement en private equity se fait typiquement à travers un véhicule collectif fermé de type *Limited Partnership LP* ou *Limited Liability Company LLC*

# LES DIFFERENTES CATEGORIES DE PRIVATE EQUITY

**Table 1:** Closed-end Private Capital by Type

Private Equity	Private Debt	Real Estate	Infrastructure	Natural Resources		
Buyout	Direct Lending	Private Equity Real Estate	Infrastructure	Energy		
Venture Capital	Distressed Debt			Private Equity Real Estate Fund of Funds	Infrastructure Fund of Funds	Agriculture/Farmland
Growth						
Turnaround	Mezzanine	Private Equity Real Estate Fund of Funds	Infrastructure Fund of Funds			Metals & Mining
Other Private Equity	Special Situations			Water	Timberland	
Private Equity Secondaries	Venture Debt				Natural Resources Fund	
Private Equity Fund of Funds	Private Debt Fund of Funds	Private Equity Real Estate Secondaries	Infrastructure Secondaries	of Funds		

Source: Preqin

# PRIVATE EQUITY : UNE COMPARAISON

	Investissement Actif	Type	Rendement Espéré	Risque
Venture Capital	Oui	Action	30-50	30-50
LBO	Oui	Action	25-40	20-35
Mezzanine	Non	Hybride	10-20	10-20
Distressed	Oui/Non	Dette	15-25	15-25

- Startups
- Entreprises privées qui recherchent du capital croissance
- Restructurations de grands groupes - *divestitures*
- Privatisations
- Entreprises familiales avec problématique successorale

## QUELQUES ASPECTS LEGAUX & INSTITUTIONNELS

### INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- L'investissement en private equity est structuré de la manière suivante
  - Un limited partnership est créée
  - Il détient un fond
  - Le fond investit dans des sociétés individuelles – portfolio companies
  - Le LP est géré par le manager du fond – le GP (General Partner)
  - Existence de *hurt money*
  
- Les investisseurs sont des *limited partners*
  - Ne peuvent pas intervenir dans la gestion
  - Leur perte est limitée au montant de leurs apports (« *limited liability shield* »)
  - Investissement fiscalement neutre (« *pass through* »)

## ■ **Limited Partnership Agreement**

- Document juridique qui contient les clauses de base du *partnership*
- Clauses économiques : distributions des profits, frais, contributions, etc.
- Clauses de protection de l'investisseur

## ■ **Private placement memorandum**

- Description du fond et de la stratégie d'investissement

## ■ **Subscription agreement**

- Contrat de clauses de souscription affairant à la fiscalité et les restrictions d'investissement (disclaimers)





## Les contrats de LP sur des fonds de private equity

- Sont souvent négociés de gré à gré avec les investisseurs (petit nombre)
- Sont nécessaires en raison des problèmes **d'asymétrie de l'information** entre le LP et le GP
- Ont pour objectif principal d'aligner les intérêts entre investisseur et manager (LP & GP)
- Contiennent 2 types de clauses :
  - Clauses économiques
  - Clauses de protection de l'investisseur
- Principe général :
  - Clauses trop généreuses : le GP devient fainéant
  - Clauses trop difficiles : le GP devient démotivé

- Le *commitment* : montant que l'investisseur promet d'investir
- Montant minimal 1 mio en général
- Les fonds ne peuvent être appelés (« *drawdown* ») que :
  - Pour des raisons précises (frais, achats)
  - Pendant la période d'investissement uniquement
- Il est rare qu'un fond fasse appel à tout le *commitment* : en général 85%
- *Reinvestment rights* : autorisation pour le GP de réinvestir les revenus ou produits des ventes
- En principe le GP investit aussi dans le fond : le « *hurt money* » (1 à 2% des fonds)
- La durée du fond est en principe de 8 à 10 ans avec 2 extensions possibles de 1 an

## ■ **Key man provision**

- Permet de suspendre les activités du fond ou même de faire fermer le fond si un membre clef quitte l'équipe

## ■ **Bad leaver / good leaver**

- Permet de remplacer le GP
- Avec simple majorité (50%) en cas de « faute »
- Avec majorité qualifiée (75%) sans causes

## ■ **Reinvestment rights**

- Donne la permission sous certaines conditions de réinvestir les cash flows de manière discrétionnaire

## ■ **New fundraising**

- Explicite dans quelles conditions le manager peut débiter les préparatifs de son prochains fonds

- **Management fees**
  - En général 2% du *committed amount* (pour inciter la qualité)
  - Sert à couvrir les dépenses → problème de *asset gathering*
- **Carried interest**
  - En général 20%
  - Basés sur les montants réalisés
- **Hurdle rate ou preferred return (*hard vs soft*)**
  - Sert à récompenser la surperformance
- **Catch up clause** : pour que le gérant puisse se rattraper
- **Clawback**
- ***Fund as a whole vs deal by deal***

- Aspect opérationnel important
- Importances du timing entrée / sortie
- Risque de liquidité
- Gros risque de perte en échange d'un fort potentiel de gain
- Notion de commitment & drawdown
- Opacité du pricing
- Petit nombre d'investisseur
- « *Blind pool* »

- Stratégies très concentrées – petit nombre d'investissement
- Peu de données publiques
- Trade off entre la maximisation du MOC et du IRR
- L'importance du vintage
- La courbe en J
- Benchmarking par quartile (*per benchmark*) → attention aux impôts !
- Evaluation sur la base du IRR (MWR) → comparaison avec les marchés actions difficiles

# ORIENTATION BANQUE & FINANCE 2017-2018

## PERFORMANCE

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- Performance en % - IRR internal rate of return
  - IRR vs IIRR
  - MIRR
  
- Performance en \$ - multiple of cash
  - **TVPI** – Total Value to Paid In
  - **RVPI** – Residual to Paid In
  - **DVPI** – Dividend to Paid In
  
  - Principe: DVPI est un ratio précis, les autres sont des estimations



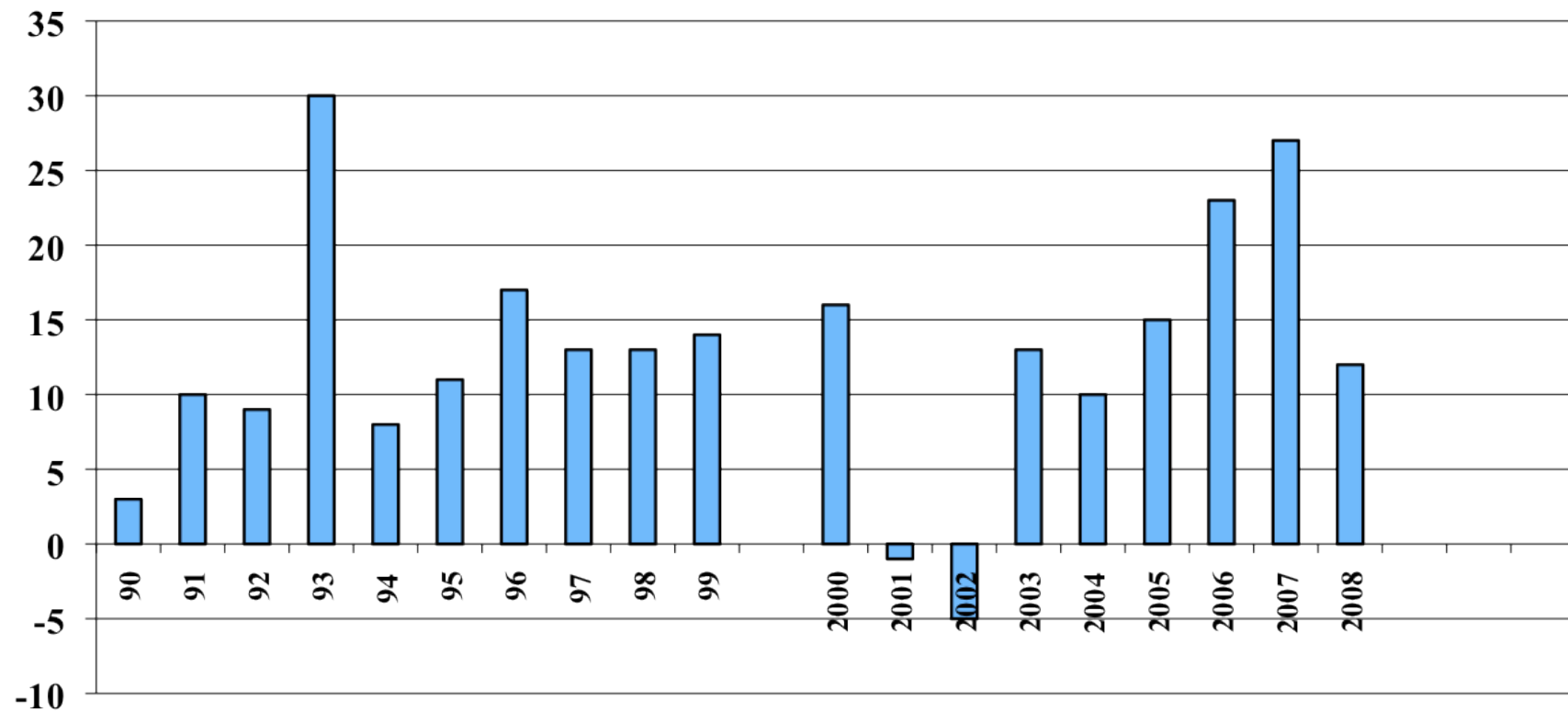
- Il y a un arbitrage entre maximiser le IRR et maximiser le MOC
- Il y a plus que 25% de fonds qui se déclarent Top Quartile en raison de la diversité des mesures (IRR vs MCI; 3 ans vs 5 ans etc)
- Les indices de private equity sont très divers et souffrent de nombreux biais → inutilisables
- 2 méthodes de benchmarking s'imposent :
  - Peer groups
  - Public equivalent + markup

- Il y a un arbitrage entre maximiser le IRR et maximiser le MOC
- Il y a plus que 25% de fonds qui se déclarent Top Quartile en raison de la diversité des mesures (IRR vs MCI; 3 ans vs 5 ans etc)
- Les indices de private equity sont très divers et souffrent de nombreux biais → inutilisables
- 2 méthodes de benchmarking s'imposent:
  - Peer groups
  - Public equivalent + markup

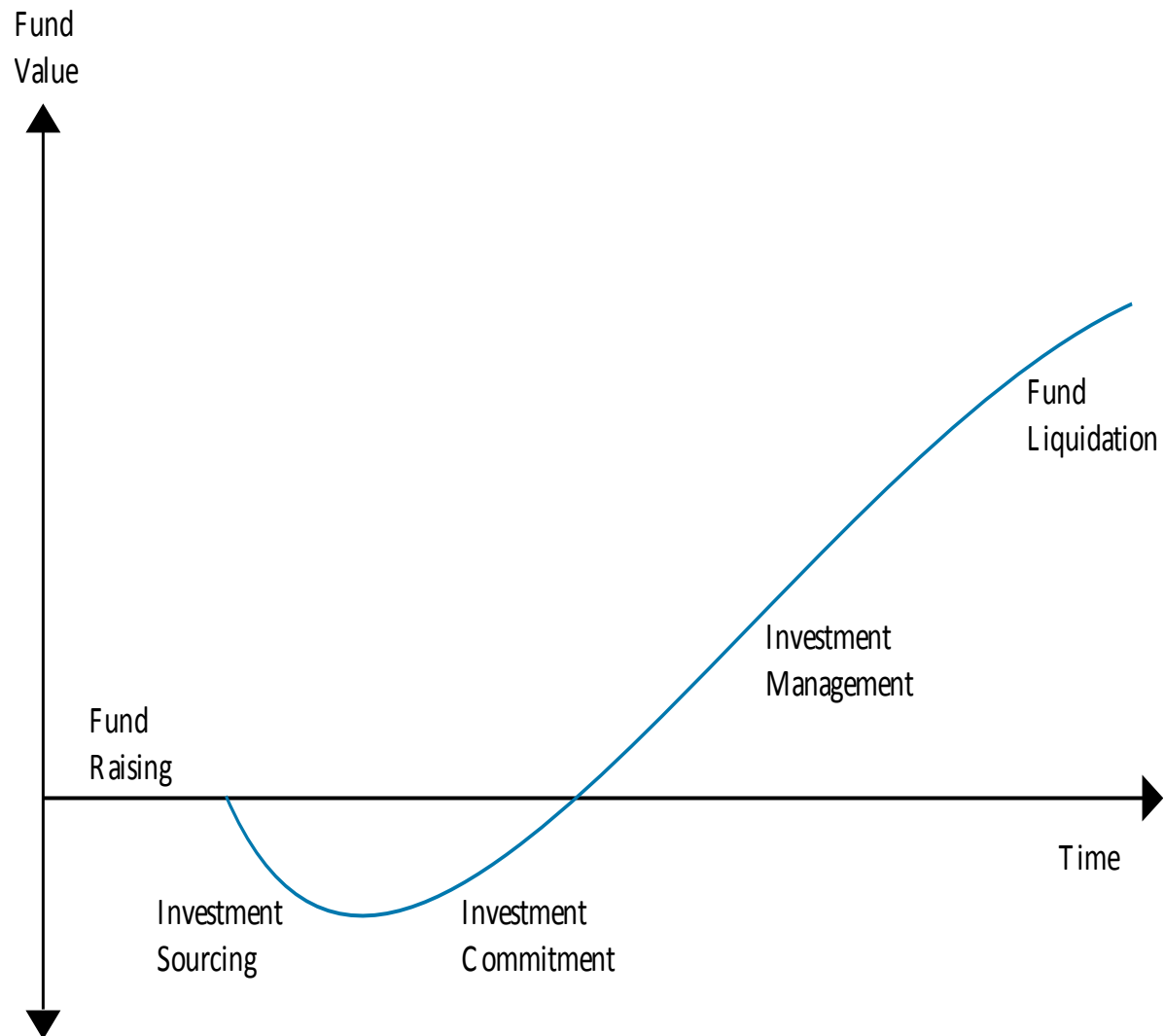
# INVESTIR EN PE : FAVORISER LE MULTIPLE OU LE RENDEMENT ?

	Prix	Durée	Vendu à	Multiple	IRR
<b>Investissement A</b>	100	1 an	160	1.6	60%
<b>Investissement B</b>	100	3 ans	250	2.5	35%
<b>Investissement C</b>	100	10 ans	490	4.9	13%

## Fonds LBO's: Performances Selon le Millésime



# LA COURBE EN J



# GROS PLAN SUR LE LBO

## INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- Nouveau Management
- Focalisation sur le Cash Flow
- Alignement des Intérêts
- Moins de Pressions à Court Terme
- Avantage Fiscal de la Dette
- Effet de Levier

- Gouvernance d'entreprise améliorée
- Liberté par rapport à certaines réglementations
- Liberté par rapport à la maison mère ou au fondateur
- Expansion de multiple
- Focalisation sur le fondamental et le MT / LT



- **Efficiency buyouts**
  - recherche d'efficience (synergies, réductions des coûts)
- **Entrepreneuriat**
  - concentration sur l'innovation plutôt que l'opérationnel
- **Conglomérats**
  - libérer une division du joug de la maison mère
- **Buy and build strategies**
  - aggregation de plusieurs entreprises / divisions de petite taille
- **Turnaround**

- Levier
- Opérationnel
- Timing Entrés / Sortie
- Key Man

- **Stratégies selon les chiffres d'affaires de la société**
  - Small capitalisation (\$100 million–\$1 milliard)
  - Medium capitalisation (\$1–\$5 milliards)
  - Large capitalisation (\$5 milliards & plus)
  
- **10-20 investissements**
  - Concentrés dans un petit nombre d'industries
  - Concentrés géographiquement

- Vente à un autre fond
- Vente à un acheteur stratégique
- Refinancement
- Buy & build
- IPO
- Nouvelle LBO

# INVESTIR EN PRIVATE EQUITY

INVESTISSEMENTS ALTERNATIFS

- **Les éléments clefs de la réussite dans l'investissement en private equity sont :**
  - La sélection du manager
  - La construction du portefeuille
  - La gestion de la liquidité
  - Le choix du véhicule d'investissement

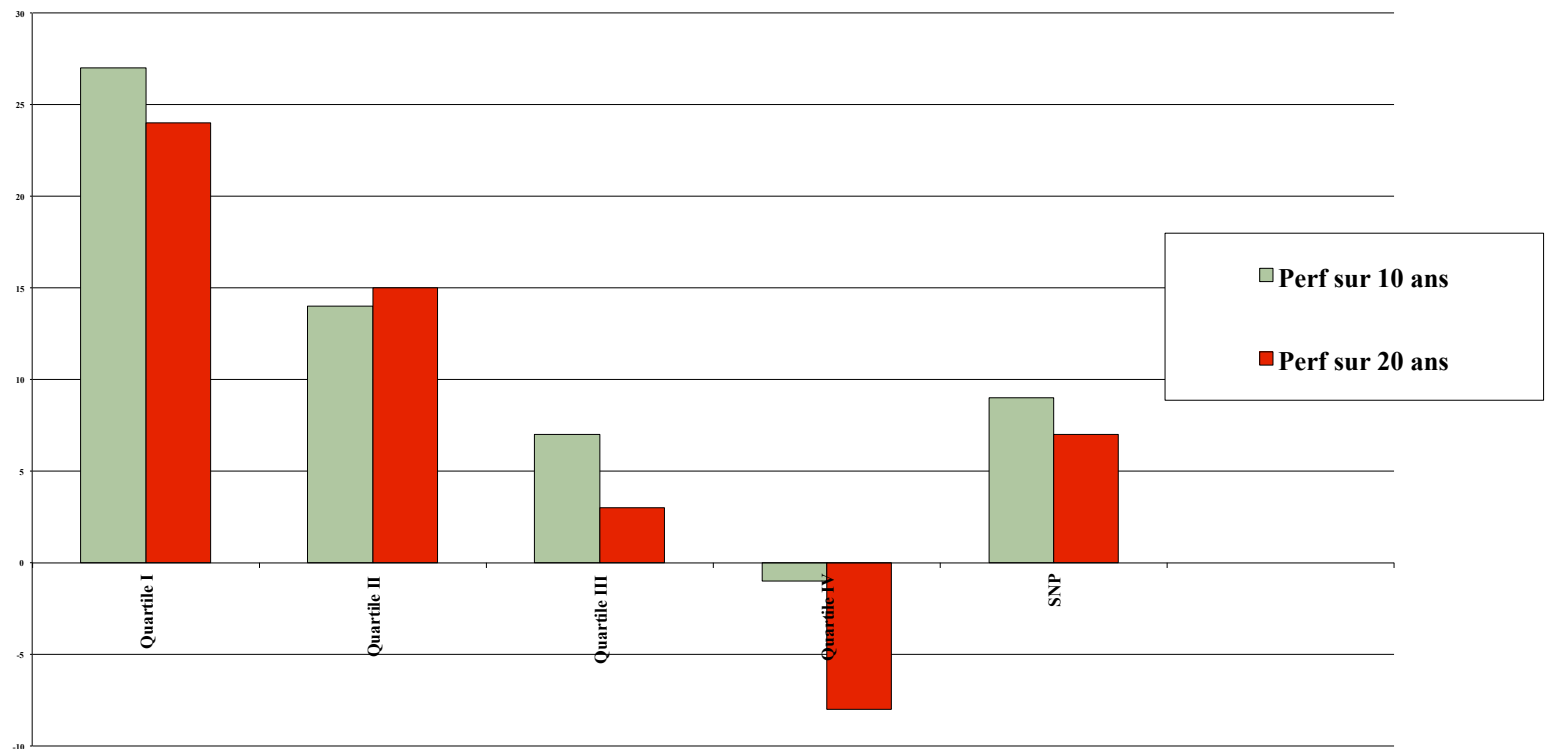
- **La sélection du manager est l'élément le plus important du processus d'investissement car :**
  - Il y a une grande dispersion de la performance entre les fonds
  - Les fonds moyens ont une performance médiocre
  - La performance des fonds a tendance à être persistante dans le temps

- **Quelques principes dans la sélection du manager**
  - L'analyse qualitative est clef y inclus la rencontre avec l'équipe dirigeante
  - Les 4 points clefs de la sélection d'un manager
    - Expérience et talent
    - Une stratégie solide et pertinente
    - Un historique de performance constant et explicable
    - Un contrat avec un alignement des intérêts équilibrés
  - Et les 3 questions à se poser
    - La stratégie est-elle convaincante ?
    - En quoi la stratégie est-elle différente de celle d'autres fonds ?
    - Existe-t-il du potentiel de performance ? Est-il stable ?



- **La sélection du manager est rendue difficile par divers éléments**
  - Il n'existe pas de processus rigide et le flair est aussi important que la méthode
  - Les très bons fonds ont tendance à être sur-souscrits et n'acceptent pas de nouveaux clients
  - Les informations sont très difficiles à trouver et souvent non publiques (existence de base de données)
  - L'analyse quantitative n'est pas très utile car l'information devient vite obsolète
  - On investit dans un blind pool

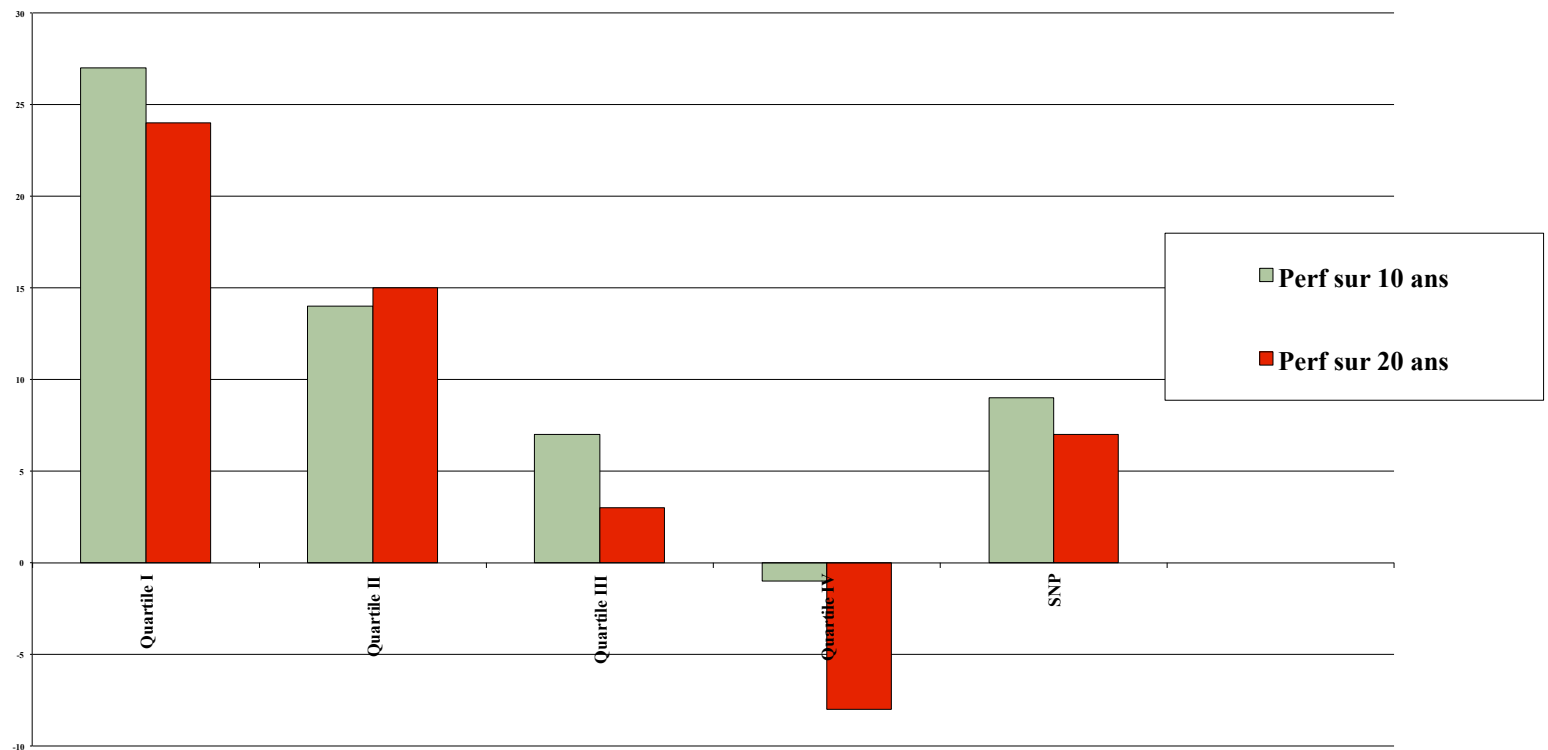
## Performances selon les Quartiles



- Les éléments clefs de la réussite dans l'investissement en private equity sont:
  - La sélection du manager
  - La construction du portefeuille
  - La gestion de la liquidité
  - Le choix du véhicule d'investissement

- La sélection du manager est l'élément le plus important du processus d'investissement car
  - Il y a une grande dispersion de la performance entre les fonds
  - Les fonds moyens ont une performance médiocre
  - La performance des fonds a tendance à être persistante dans le temps

## Performances selon les Quartiles



- Quelques principes dans la sélection du manager
  - Etant donné la nature changeante de l'industrie du marché, le track record n'est pas une garantie suffisante
  - Les bons managers ont déjà leur base d'investisseurs et leurs fonds sont souvent fermés → il est difficile de trouver de bons fonds hors du radar et c'est un processus continu
  - Choisir le manager est important, mais connaître ses co-investisseurs aussi car cela permet de réduire le risque
  - Le processus de due diligence est long, couteux et doit être effectué par des professionnels avec une grande expérience

- Le cycle de vie du manager
  - Les managers de private equity passent par plusieurs phases dans leur carrière:
  - **Phase 1: « Entry & establish » : seulement pour les pros**
    - Premier fond: difficulté à lever des capitaux → fond souvent trop petit
    - Le fond se différencie et met en place son style d'investissement
    - Les managers gagnent peu d'argent → motivation
  - **Phase 2: « Build & harvest »: optimal si pas trop tard**
    - Fonds II & III
    - Stratégie rodée & performance excellente
    - Alignement des intérêts & taille du fonds optimaux
  - **Phase 3: « Decline & exit »: à éviter**
    - Fonds IV & plus
    - Motivation et stratégie déclinante
    - Le GP a tendance à devenir un « asset gatherer »
    - Performance décevante

## ■ Typologie des fonds & managers

On classe en général les fonds sur la base de leur performance et de leur expérience (voir graphe).

Ces 4 catégories de fonds sont à cibler

- **Blue Chip** (Bayern)
  - Minimum 3 fonds d'expérience
  - Top performer (Q1) sur tous ses fonds
- **Established** (Arsenal)
  - Minimum 4 fonds d'expérience
  - Top performer sur la plupart de ses fonds
- **Emerging** (Napoli)
  - Peu d'expérience
  - A le potentiel de devenir established ou blue chip
- **Re-emerging** (Inter Milan)
  - Un ancien blue chip qui après une restructuration pourrait rejoindre la liste des fonds établis



# RAPPEL SUR LES RISQUES

- Illiquidité
- Pas de quotation
- Concurrence
- Agency risk
- Réglementation
- Fiscal
- Valorisation
- Financement
- Concentration
- Marché