

# Agora de la Gestion Financière

« *l'investissement en actions non cotées* »

Lyon, le 27 septembre 2017



# Introduction



**Jean-François BOULIER,**

*Président du Comité de pilotage des Agoras de la  
Gestion, AFG*



**Jean-Pierre LAC,**

*Président de Lyon Place Financière et Tertiaire*

# Présentation académique

"The Value of Private Equity for institutional investors"



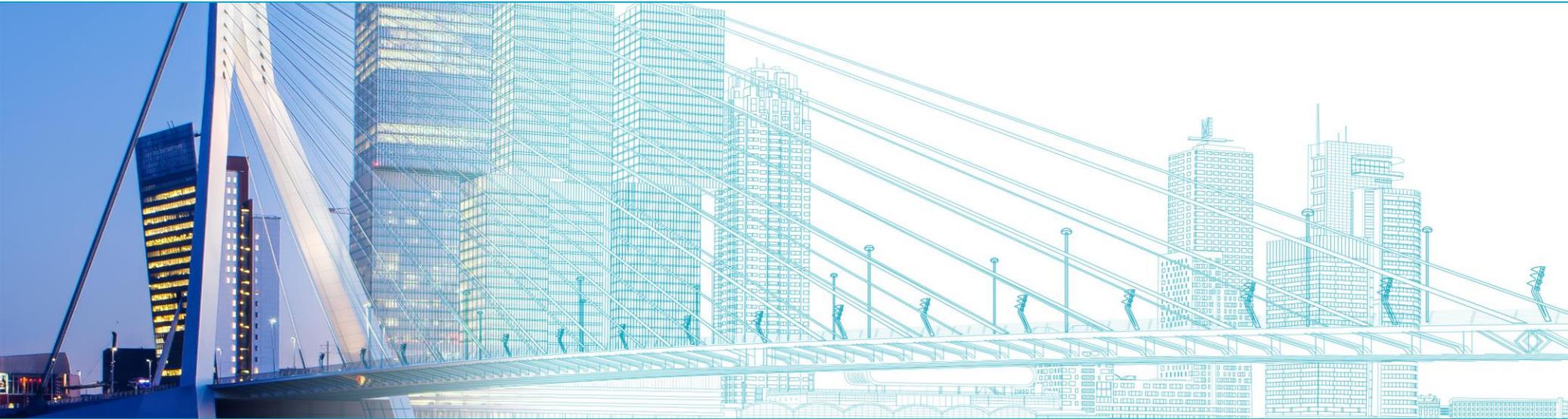
**Karim CARMOUN,**

*Directeur de la Distribution, Robeco France*



**Roderick MOLENAAR,**

*Director, Portfolio Strategist, Investment Solutions,  
Robeco*



## Investir dans le Private Equity: La valeur du Private Equity pour les investisseurs institutionnels

A l'occasion de : L'AGORA DE LA GESTION FINANCIÈRE

Lyon | September 27, 2017

Robeco | Karim Carmoun & Roderick Molenaar

Destiné aux investisseurs professionnels



## Agenda

- Le PE est-il un investissement pour tout le monde ?
- La performance du PE est-elle bonne ?
- D'où vient la rentabilité ?
- Quel est le niveau de risque ?
- Le PE dans un portefeuille ajoute-il de la valeur ?



## Qu'est-ce que le Private Equity ?



Les actions (Equity) sont en général associées :

- A la Bourse
- A l'achat et la vente de titres cotés
- A une bonne liquidité

Il y a plusieurs façons d'investir dans des entreprises (plus particulièrement des start-up) qui ne sont pas (encore) cotées en bourse.

**Achat à effet  
de levier (LBO)**

**Capital-  
Risque**

**Autres**

## Private equity: définition

LBO : Le capital (souvent combiné avec de la dette) est utilisé pour **restructurer** une entreprise déjà existante ou pour **apporter de nouvelles perspectives de croissance**.

Par exemple, en vendant certaines parties d'une entreprise dans le but de se concentrer complètement sur le cœur de métier de l'entreprise. En fusionnant deux petites entreprises pour ne former qu'une seule entreprise potentiellement plus forte. Ou encore, le capital peut servir à financer la croissance dans de nouvelles zones (par exemple pour les entreprises familiales)



## Private equity: definition (suite)

Le Capital-Risque se matérialise par des investissements dans des **(petites) start-up**. Le capital levé sert pour la recherche mais aussi à financer le processus de production des start-up.

Le capital-risque est utilisé pour investir dans des entreprises jeunes et petites dont la croissance est incertaine. C'est un investissement plus risqué que le LBO.



## La structure-type d'un fonds de PE

Un fonds de PE consiste en deux parties : le *General Partner (GP)* et les *Limited Partners (LPs)*

### General Partner:

- Le GP est responsable des investissements et des décisions de gestion.
- Le GP a la responsabilité fiduciaire d'agir dans l'intérêt des *Limited Partners*.
- Le GP apporte la connaissance et les talents au fonds.

### Limited Partners:

- Ce sont les investisseurs. Ils peuvent être de riches investisseurs privés, des investisseurs institutionnels ou des fonds de fonds.
- En règle générale, il n'ont pas de droit de regard sur les investissements.



## La structure-type d'un fonds de PE

### Structure du capital:

- Capitaux engagés : la somme des montants que les "limited partners" (LP) mettent à disposition des "general partners" (GP). Ces montants pourront être appelés au fil des périodes d'investissement.
- Capitaux investis : le montant total finalement investi.
- Co-Investissement : les GP peuvent être parfois autorisés à se positionner comme co-investisseurs au fonds d'origine.

### Structure de frais:

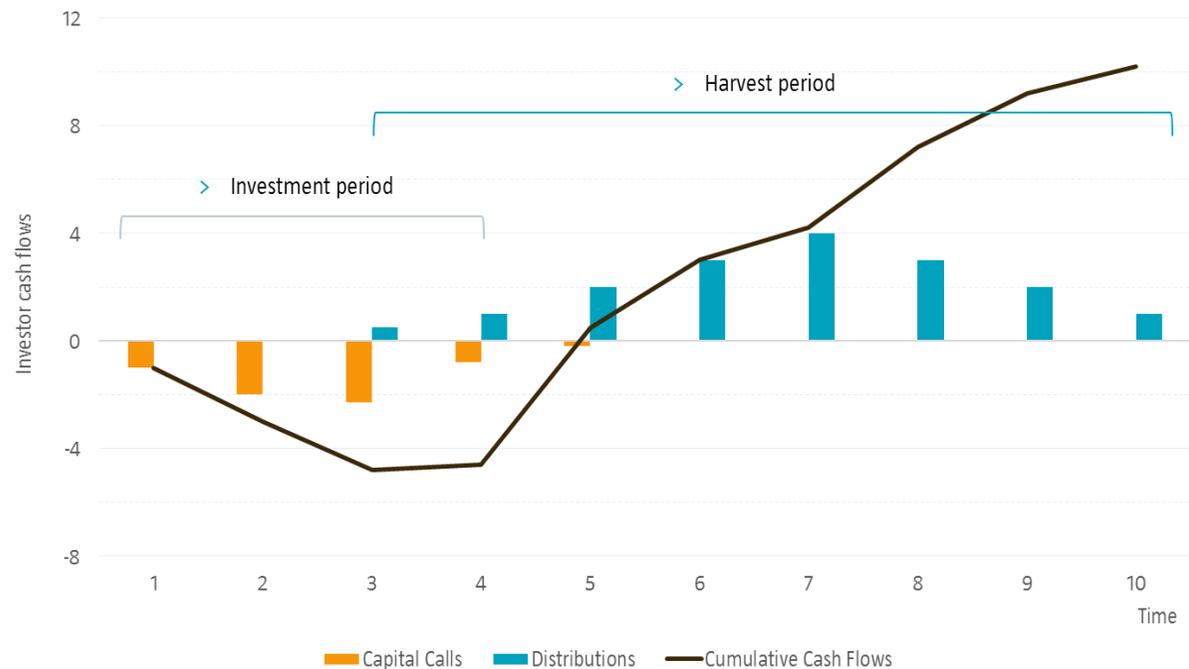
- Frais de gestion : frais fixes calculés sur le montant total des capitaux engagés (en moyenne de 2% par an)
- Commission de performance : appelée "carried Interest" et souvent égale à 20%.  
Niveaux minimum appliqués avant le prélèvement des commissions de performance :  
"Hurdle Rate" (taux minimum généralement de 8%) ou le high water marks (seuil de VL historique à dépasser avant tout prélèvement de performance)

## La structure-type d'un fonds de PE (suite)

### Cash Flows

- Appel de fonds : Pendant les 2 à 4 premières années, le GP appellera les fonds des LP pour les investir dans des LBO ou en Capital-Risque.
- Distribution de capitaux : Le fonds paiera ensuite les LP avec les produits suivants :
  - Vente d'une partie des investissements
  - Produits venant d'une IPO
  - Distribution de dividende

Ce schéma qui montre les investissements au début et les distributions ensuite est combiné avec l'évolution de la NAV représentée par une courbe en "J"



## Mesurer la rentabilité des investissements en PE

Il est bien plus compliqué de mesurer la rentabilité du PE que celle des instruments cotés.

- Chaque mesure doit être calculée avec des flux de trésorerie irréguliers
- Les NAV sont construites sur des estimations des futurs cash flows d'entreprises non-côtées

### Taux de rentabilité (IRR)

- C'est un taux d'actualisation auquel la valeur actuelle des cash-flows historiques et attendus est nul, incluant la valeur des investissements en cours
- La NAV n'est pas vraiment un taux de rentabilité
- C'est une mesure de la performance **Absolute**

$$PV = \sum \frac{CF(t)}{(1 + IRR)^t} = \sum \frac{Dist(t) - Call(t)}{(1 + IRR)^t} = 0$$

Source: Ang & Sorensen (2012)

### Public Market Equivalent (PME) :

- Le PME mesure la performance relative contre un benchmark  $R_m$
- Un PME > 1 indique que la rentabilité d'un fonds de PE a été supérieure que celle du benchmark (ex : S&P 500)

$$PME = \frac{\left( \sum \frac{Dist(t)}{\prod(1 + R_m(t))} \right)}{\left( \sum \frac{Call(t)}{\prod(1 + R_m(t))} \right)}$$

## PME : Vue d'ensemble des travaux académiques

- Les résultats varient en fonction du temps et des bases de données. Les études plus récentes sont plus positives. Il peut toutefois y avoir des divergences à l'intérieur des échantillons de données. Par exemple, les résultats pour les meilleures années varient en fonction qu'elles soient avant ou après l'an 2000.
- Les résultats des études ne sont pas toujours pertinentes entre elles

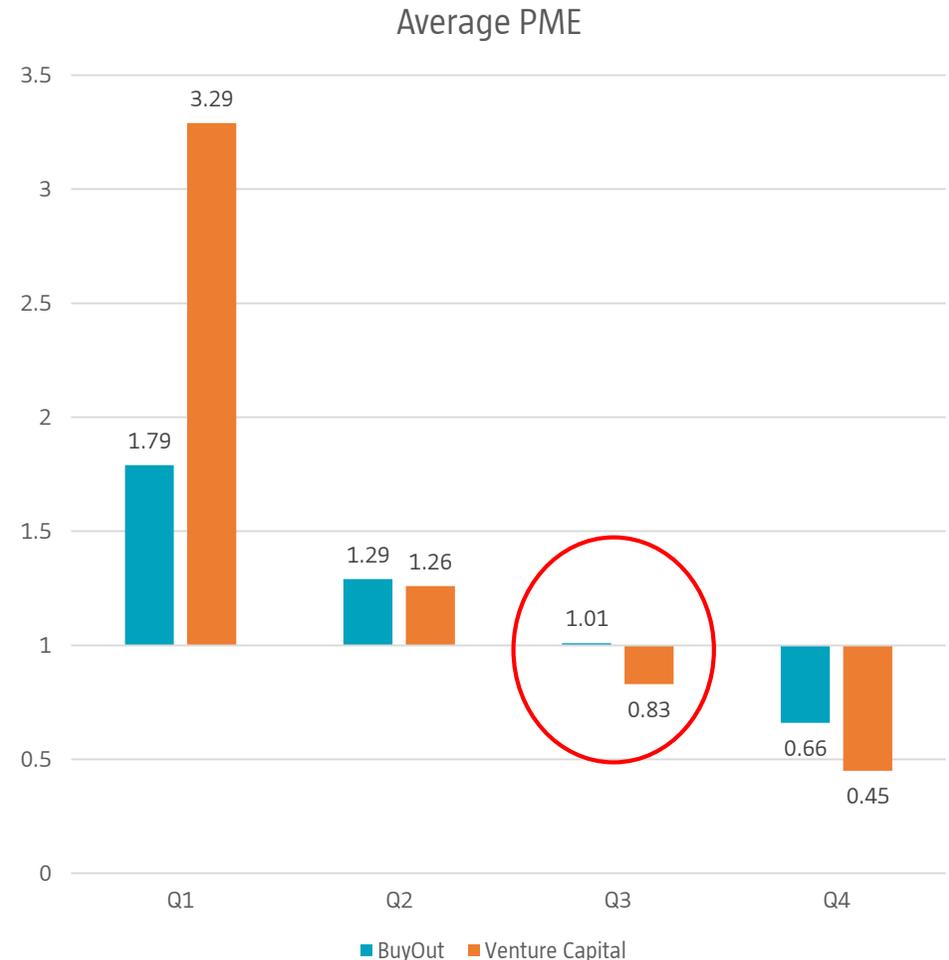
	Year	Buyout	Venture Capital	Datasource
Kaplan & Schoar	2005	0.97	0.96	TVE
Phalippou & Gottschalg	2009	0.95	0.82	TVE
Stucke	2011	1.10	-	TVE
Robinson & Sensoy	2013	1.19	1.06	Proprietary
Phalippou	2013	0.96	-	Preqin
Harris, Jenkinson & Kaplan	2014	1.22	1.36	Burgiss
Higson & Stucke	2014	1.22	-	CA + CalPERS
Harris, Jenkinson & Kaplan	2015	1.20	1.35	Burgiss

Source: Robeco

## PME: Comparaison avec les marchés côtés

Harris, Jenkinson & Kaplan (2016) ont trouvé que :

- Les LBO ont surperformé ces marchés de 3-4% par an
- La surperformance du capital-risque est de 2%. De la sous performance a été enregistrée après l'éclatement de la bulle internet.
- Il y a plus de volatilité dans les PME du capital-risque que dans ceux des LBO.
- Ils ont montré que *“Les capacités de sélection des LP et l'accès aux fonds est plus critique dans le capital risque que pour les LBO”*



Source: Harris, Jenkinson & Kaplan (2016)

## Sélection de gérants : la récurrence

Harris, Jenkinson, Kaplan and Stucke (2014) se sont intéressés à la persistance des fonds de PE

Venture Capital		Current Fund Quartile			
		Q1	Q2	Q3	Q4
Previous Fund Quartile	Q1	49%	17%	24%	11%
	Q2	29%	34%	20%	17%
	Q3	22%	29%	29%	19%
	Q4	15%	17%	30%	38%

Source: Harris, Jenkinson, Kaplan & Stucke (2014)

Korteweg & Sorensen (2017) ont conclut qu'il y a une récurrence à long-terme des rentabilités attendues mais *"en pratique, pour évaluer les investissements des fonds de PE, les LP ont besoin de beaucoup d'information qui va au-delà de la performance des fonds dans le passé"*

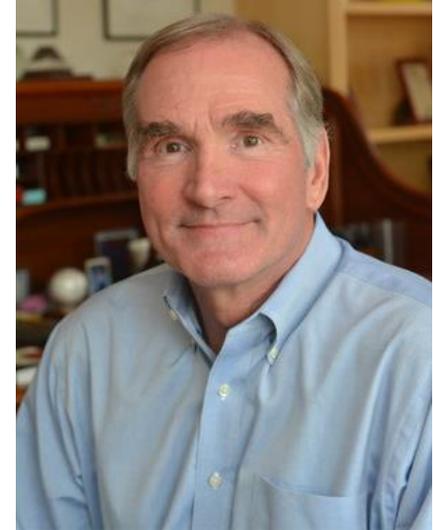
## Sélection de gérants: le point de vue du responsable de la gestion du fonds de dotation de l'Université de Yale

*“En l’absence de capacités supérieures de sélection de fonds (ou à moins d’une chance incroyable), les investisseurs devraient s’éloigner des investissements en PE”*

(Swensen 2005)

Swensen (2009) note que :

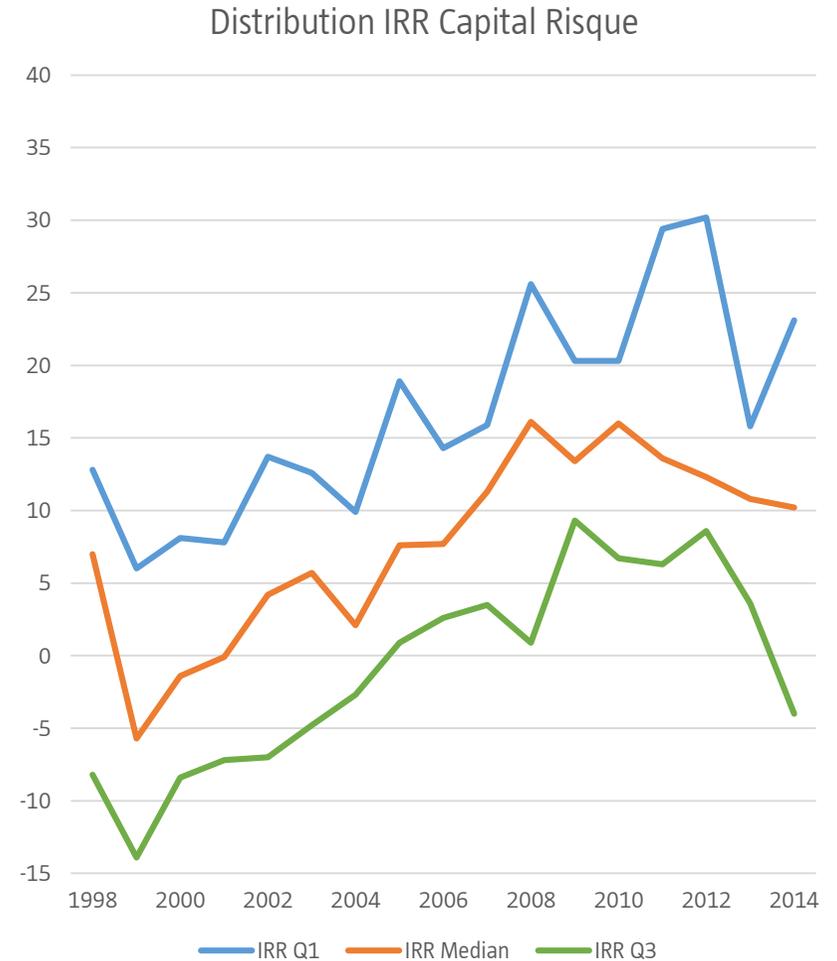
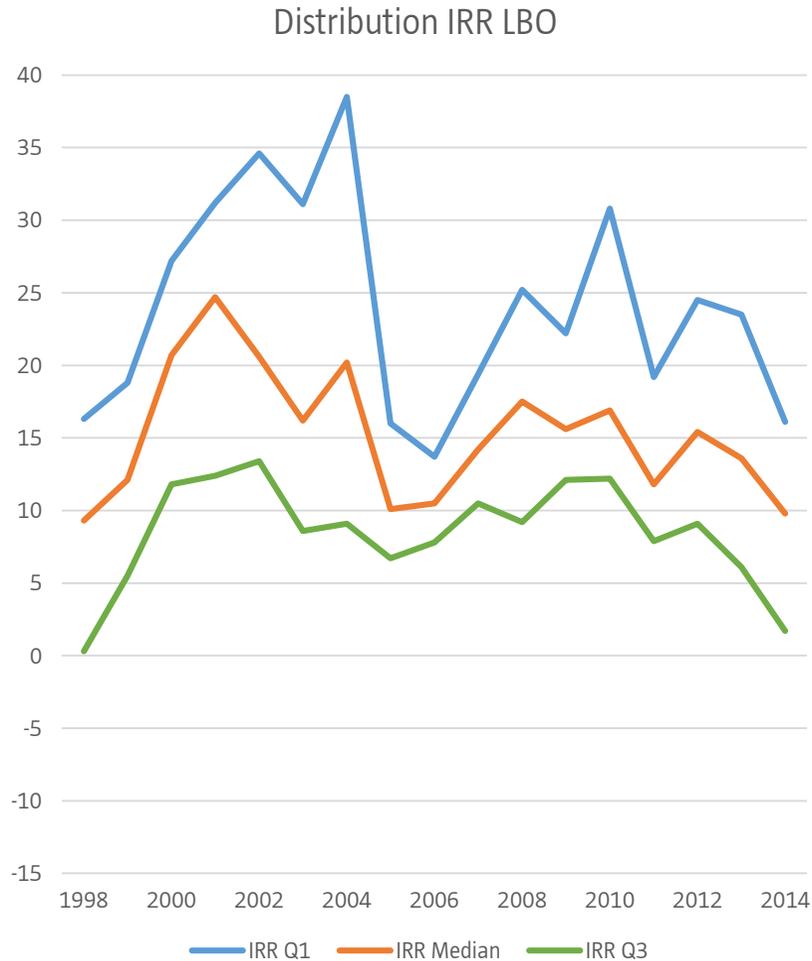
- L’information en PE est rare et difficile à analyser
- Il y a plus d’opportunités de générer de l’alpha dans les actions cotées
- Les meilleurs gérants réalisent de meilleures performances
- Investir dans des classes d’actifs illiquides peut être bénéfique, dans une recherche d’alpha.



*“Les investissements en actifs illiquides peuvent avoir un intérêt, mais pas exclusivement dans un objectif de capturer la prime de liquidité”*

*“Et pourtant... 75% des gérants disent appartenir au top quartile... ”*

## Sélection de gérants: historique de dispersion



Source: Prequin, Robeco

## Les rentabilités réelles du PE sont basés sur des facteurs de illiquidité et sur un autre facteur spécifique à l'investissement

Buyout	Market	Size	Value	Liquidity	Alpha
1 factor (CAPM)	1.25				4%
3 factors (FF)	1.22	0.47	0.60		1%
4 factors (PS)	1.32	0.63	0.66	0.56	-3%
Venture Capital					
1 factor (CAPM)	1.80				0%
3 factors (FF)	1.72	0.81	-0.61		-1%
4 factors (PS)	1.73	0.89	-0.64	0.49	-3%

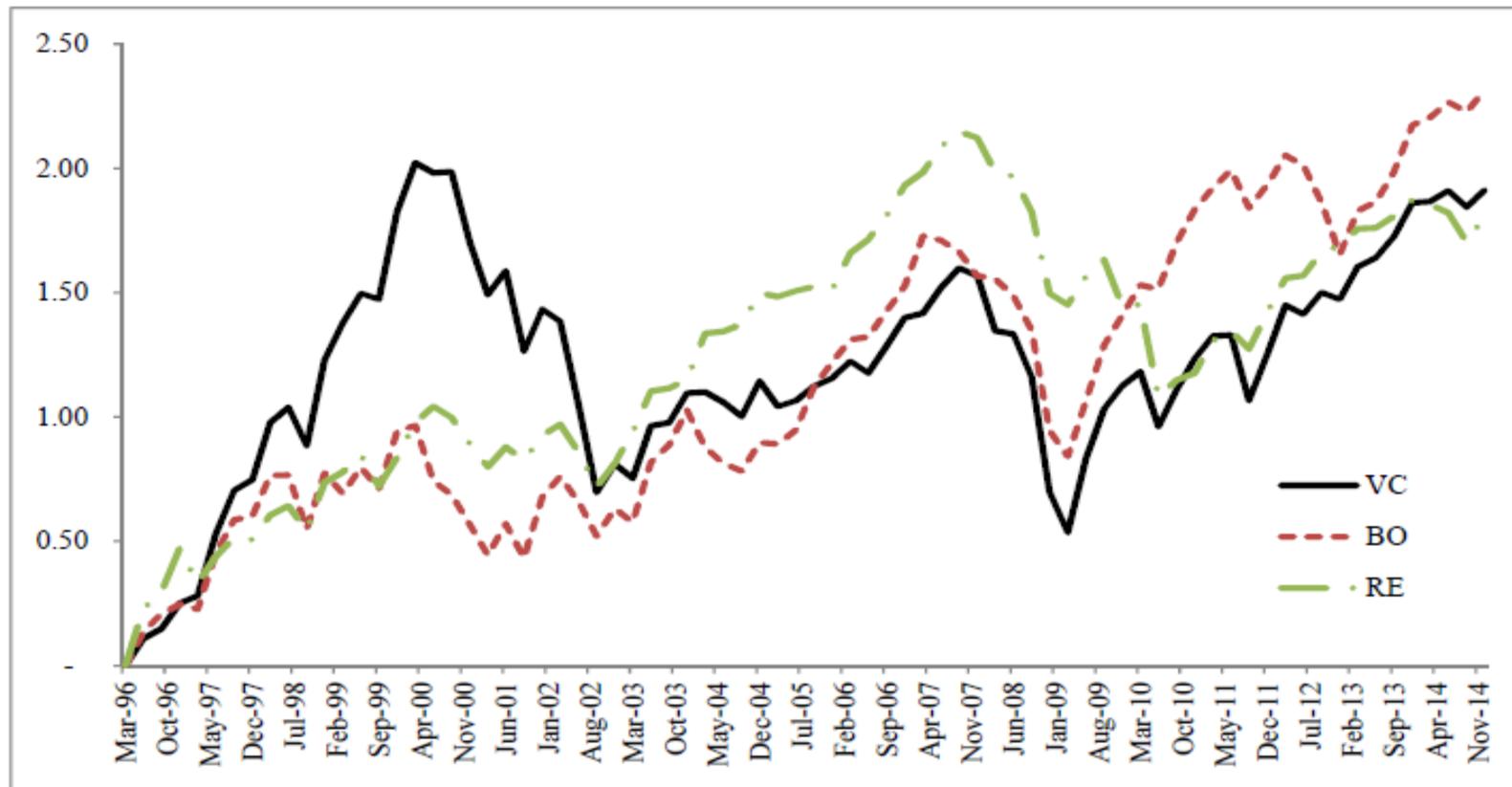
Source: Ang, Chen, Goetzmann & Phallipou (2017)

- Les fonds de PE ont une forte exposition au marché et une exposition positive aux petites capitalisations, ils s'exposent ainsi à une prime d'illiquidité
- Le LBO a des caractéristiques de valorisation ("Value") lorsque le capital-risque est plutôt défini comme un actif de croissance ("Growth")

## Les rentabilités réelles du PE sont basées sur des facteurs liquides et sur un facteur propre à l'investissement

Il y a une claire différence de comportement entre les investissements LBO et les investissements en capital-risque

Panel A: Cumulated log returns per sub-type of US private equity funds



Source: Ang, Chen, Goetzmann & Phallipou (2017)

## Agenda

- Le PE est-il un investissement pour tout le monde ?
- La performance du PE est-elle bonne ?
- D'où vient la rentabilité ?
- **Quel est le niveau de risque ?**
- **Le PE dans un portefeuille ajoute-il de la valeur ?**



## Prime de liquidité : Les sources de l'illiquidité

- La liquidité : C'est la facilité avec laquelle on peut échanger un titre
- Le tableau ci-dessous illustre la liquidité de plusieurs classes d'actifs

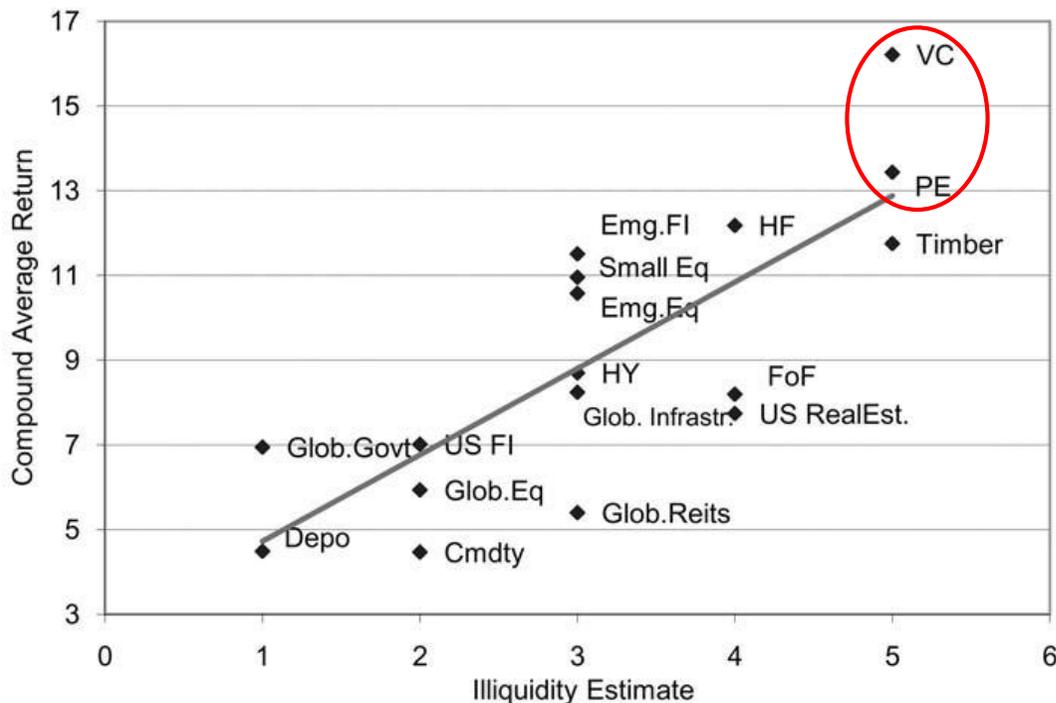
Classe d'actifs	Temps entre les transactions	Turnover Annualisé
Actions cotées	Quelques secondes	>100%
Actions gré à gré	Dans une journée, mais beaucoup de titres s'échangent en plus d'une semaine	Env. 35%
Obligations d'entreprises	Dans une journée	25-35%
Obligations municipales	Environ 6 mois , avec un coupon de 5% certains titres peuvent s'échanger moins d'une fois tous les 10 ans	<10%
Private Equity	Les fonds durent 10 ans. La durée médiane de l'investissement est de 4 ans.	<10%
Immobilier résidentiel	4 à 5 ans (mais en pratique de quelque mois, à plusieurs décennies)	Env. 5%
Immobilier institutionnel	8-11 ans	Env.7%
Infrastructures institutionnelles	50-60 ans pour l'engagement initial, certains ont une durée de 99 ans	Négligible
Art	40-70 ans	< 15%

Source: Ang (2014)

## L'illiquidité, illustration dans la littérature

Ilmanen (2011) apporte une analyse "informelle" des rentabilités moyennes des classes d'actifs

Une liquidité moindre est corrélée avec une plus forte rentabilité moyenne, cela peut aussi être une exposition à plusieurs facteurs



Source: Ilmanen (2011)

Les investissements en PE (et autres actifs illiquides) sont difficiles à rééquilibrer. Les pondérations peuvent dériver de façon importante du benchmark.

### EXHIBIT 6

#### Simulation Results in Bear Markets

15% STARTING  
ALTERNATIVES ALLOCATION

Yr	Equities	Fixed	Alt	Fund value
----	----------	-------	-----	------------

6% spending, no contributions

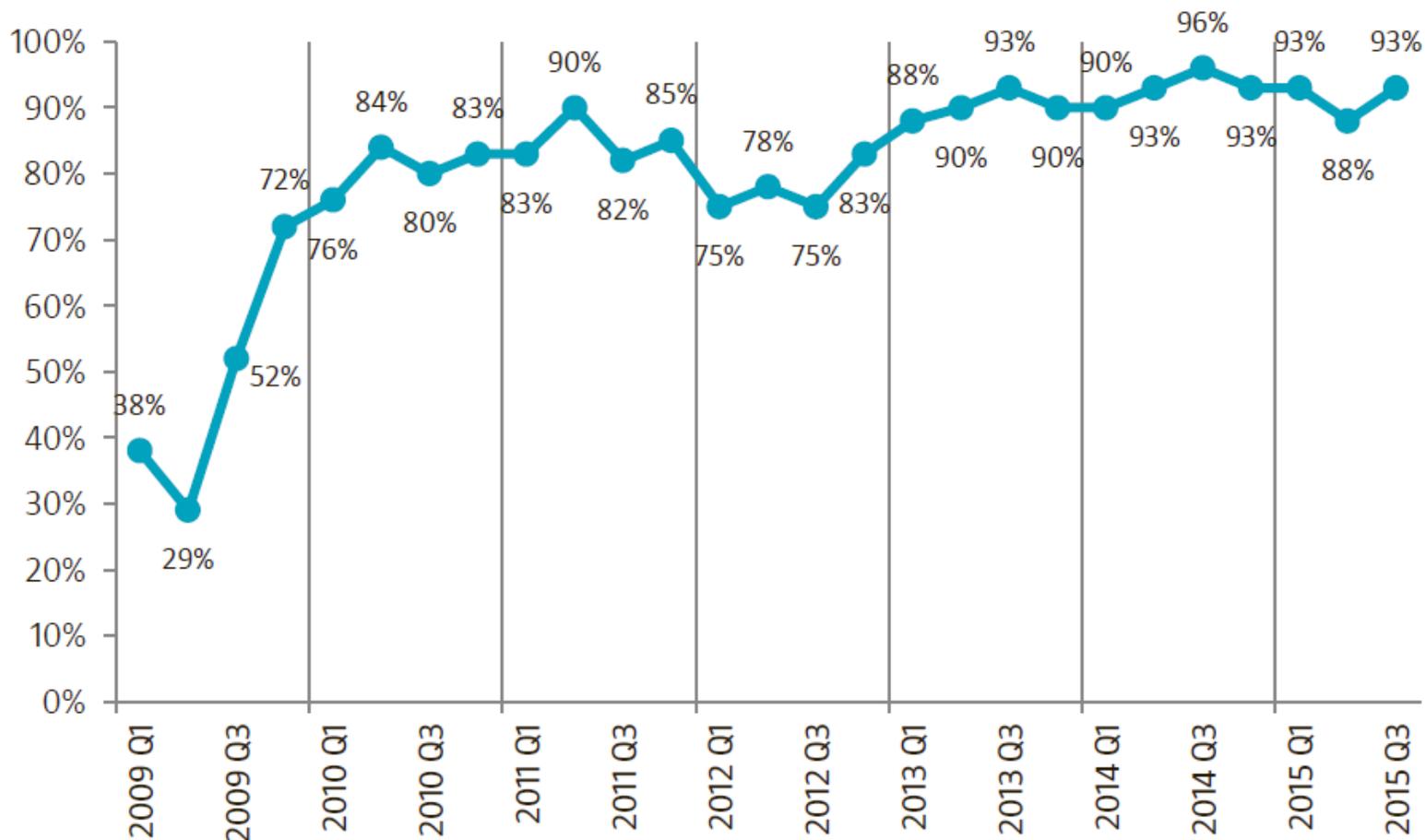
0	60%	25%	15%	\$1,000,000
1	56%	24%	20%	\$832,900
2	55%	23%	22%	\$792,312
3	52%	22%	25%	\$753,410

4% spending, 4% contributions

0	60%	25%	15%	\$1,000,000
1	57%	25%	18%	\$892,900
2	56%	24%	19%	\$903,126
3	56%	24%	21%	\$913,314

## Prix sur le marché secondaire : le risque de liquidité

Le caractère illiquide du PE peut poser un problème pendant les périodes de crises :



Source: Credit Suisse

## Points clés à considérer pour un investisseur institutionnel (du point de vue d'un fonds de pension)

- **L'allocation optimale en PE dépend des caractéristiques du fonds**
  - Equilibre entre les flux entrants et les flux de paiement des pensions de retraite
  - Les fonds plus jeunes peuvent prendre plus de risque de liquidité que les fonds plus anciens
  - Allocation actuelle
  - Utilisation de dérivés (appels de marge)
- **Pour l'allocation dans des investissements illiquides , le gestion du risque est importante**
  - Le risque dépend des caractéristiques du fonds (par ex. démographie)
- **Difficulté à rééquilibrer : coût d'opportunité de dévier du portefeuille stratégique**
- A côté de la prime de liquidité attendue ou de l'allocation dans des secteurs spécifiques de l'économie, la diversification (perçue) peut aussi être une raison d'investir dans des actifs illiquides
- La plupart des bénéfices de la diversification sont toutefois le fruit d'une bonne évaluation

**Conclusion**

**Alpha**

**Prime de  
Liquidité**

**Sélection de  
gérants**

**Diversification**

Conclusion



## ANNEXES

## Investment Philosophy



### Maximize Long Term Value

- > Investing in underserved and unexploited markets that offer outsized return potential
- > Focus on financial returns without compromising long-term value for all stakeholders
- > Value creation from sales growth and strategic repositioning rather than deleveraging



### Disciplined & Research-driven

- > Disciplined investment and monitoring process
- > Using proprietary knowledge available within the platform to support our investment decisions
- > Risk Monitoring Framework in order to identify and monitor main portfolio risks



### Transparency

- > Transparency in client reporting: look-through portfolio reporting, integral reporting, cost transparency
- > Tracking of key risks, leverage, and pricing levels
- > ESG management and engagement as an integral part of the investment and monitoring process

## Leadership in ESG integration in private equity

- > PRI signatory (since 2006) with **A+** rating and active in Private Equity work stream initiatives
- > Member of Invest Europe RI Roundtable
- > Member of Sustainability Committee at NVP

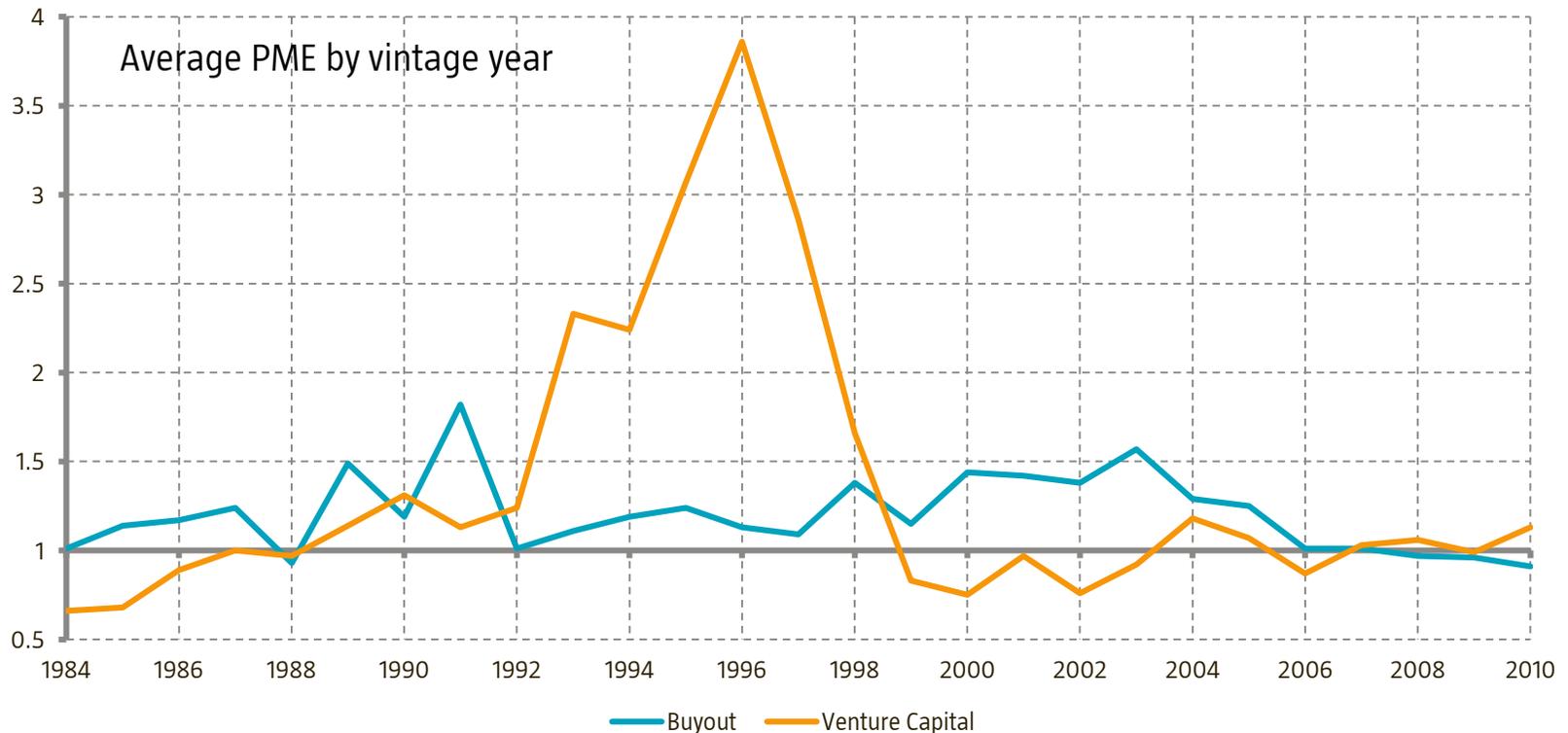


- > Access to country ESG ranking tool developed by Robeco Fixed Income team
- > ESG ranking used for country risk identification in allocation and manager selection decisions

- > Access to research on sector attractiveness, ESG materiality framework and in-depth sector specific knowledge provided by RobecoSAM SI Research
- > RobecoSAM sector analysts provide input for engagement with fund managers on specific key topic
- > Robeco Governance and Active Ownership Team provides knowledge on specific ESG issues input for engagement with PE managers
- > PE sustainability specialist engages with PE managers exposed to specific ESG risks

## PME: Comparison with public equities

- Buyouts have outperformed the S&P 500 with 3-4% annually.
- The outperformance of Venture Capital is on average 2%. The outperformance was during 1993-1998 substantially; in the aftermath of the dot-com crisis there has been underperformance



Source: Harris Jenkinson Kaplan (2016)

## Manager selection persistence: Buyout

- Ranking of funds based on PME
- There is persistence in top and bottom quartiles
- Persistence of top quartiles has decreased since 2000
- There is no persistence post-2000 when comparison is based on ranking second previous (i.e. older) fund

Buyout		Current Fund Quartile			
		Q1	Q2	Q3	Q4
Previous Fund Quartile	Q1	28%	28%	26%	19%
	Q2	26%	22%	32%	20%
	Q3	18%	27%	36%	19%
	Q4	20%	20%	31%	29%
NA not first fund		29%	26%	23%	22%
First fund		30%	22%	20%	29%

Source: Harris, Jenkinson, Kaplan & Stucke (2014)

## Manager selection persistence: Venture Capital

- Ranking of funds based on PME
- Strong persistence in top and bottom quartiles
- Strong persistence for top quartile also for vintage years post 2000.
- Persistence is mainly concentrated in bottom quartile when comparison is based on ranking second previous (i.e. older) fund

Venture Capital		Current Fund Quartile			
		Q1	Q2	Q3	Q4
Previous Fund Quartile	Q1	49%	17%	24%	11%
	Q2	29%	34%	20%	17%
	Q3	22%	29%	29%	19%
	Q4	15%	17%	30%	38%
NA not first fund		22%	21%	27%	30%
First fund		24%	22%	24%	30%

Source: Harris, Jenkinson, Kaplan & Stucke (2014)

## Liquidity Premium: Ang et al. (2014)

Study by Ang et al. (2014) predicts existence liquidity premium using a savings-consumption model

Main idea: Capital that is invested in illiquid assets cannot be used for consumption

- Trading is only possible when a liquidity event arrives
- If too much is invested in the illiquid asset, there is the probability of zero consumption  
“Probability of having nothing to eat”
- Investor requires compensation to invest in illiquid assets. The results in Ang et al. (2014) can serve as an illustration, but the results are dependent on the model assumptions.

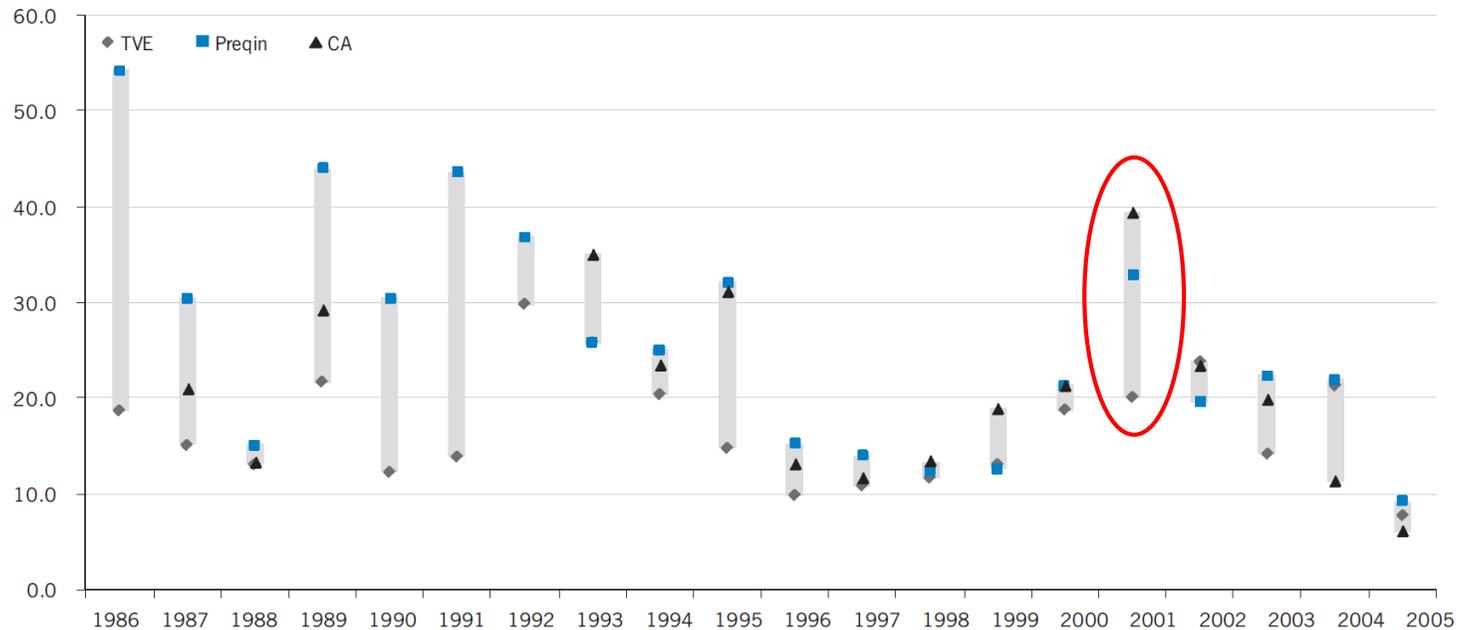
Frequency`	1 day	½ year	1 year	2 years	5 years	10 years
Required premium	0.00%	0.70%	0.90%	2.00%	4.30%	6.00%

Source: Ang et al. (2014)

- The demanded premium for investing in illiquid assets could be high

## Are too many funds in top quartile?

Figure 6 U.S. Buyout Returns, Top Quartile IRRs (percent)

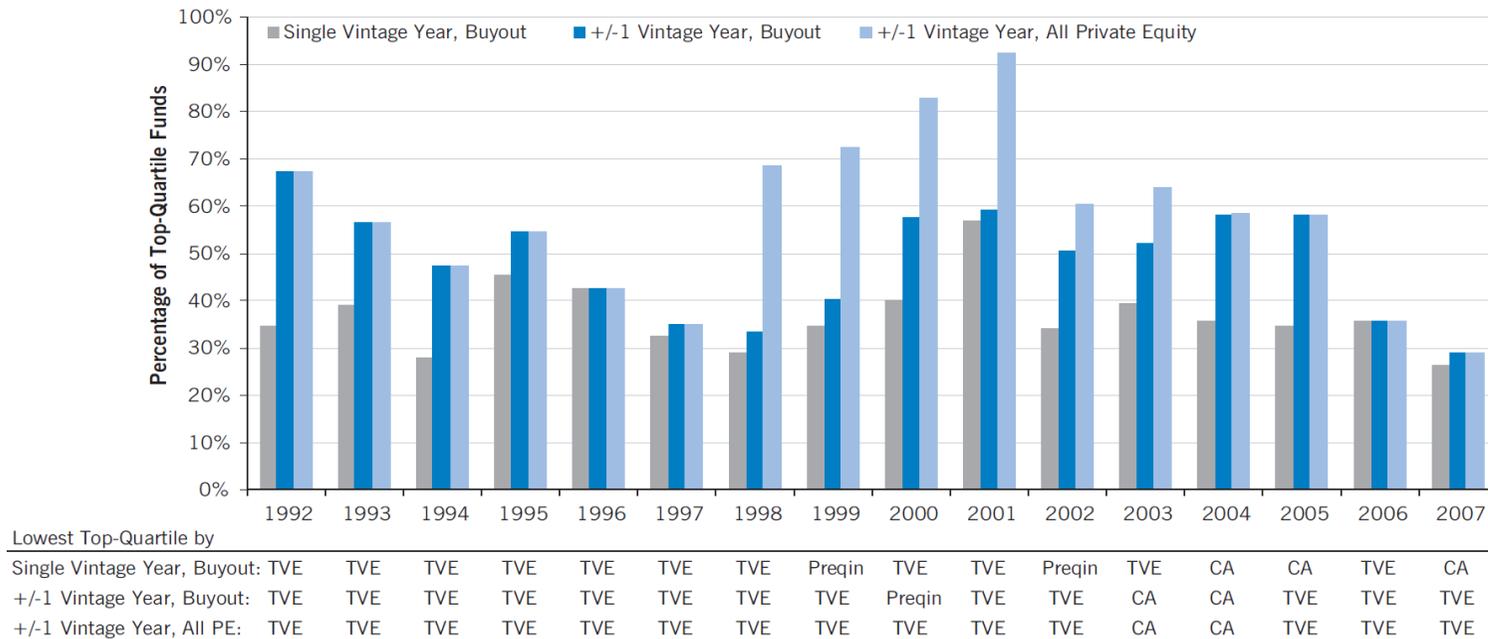


Source: Harris, Jenkinson & Stucke (2012)

- Decision whether GP is top quartile manager depends on database: hurdle can differ up to 20%-pts

## Are too many funds in top quartile? (cont'd)

Figure 7 Percentage of Buyout Funds That Meet Top Quartile IRR Thresholds



Source: Harris, Jenkinson & Stucke (2012)

- Probability of being a top quartile manager can be as high as 90%

## Important information

### Disclaimer

Robeco Institutional Asset Management B.V., hereafter Robeco, has a license as manager of UCITS and AIFs from the Netherlands Authority for the Financial Markets in Amsterdam. This statement is intended for professional investors. Therefore, the information set forth herein is not addressed and must not be made available, in whole or in part, to other parties, such as retail clients. Robeco disclaims all liability arising from users other than those specified herein. Without further explanation this presentation cannot be considered complete. It is intended to provide the professional investor with general information on Robeco's specific capabilities, but does not constitute a recommendation or an advice to buy or sell certain securities or investment products. All rights relating to the information in this presentation are and will remain the property of Robeco. No part of this presentation may be reproduced, saved in an automated data file or published in any form or by any means, either electronically, mechanically, by photocopy, recording or in any other way, without Robeco's prior written permission. The information contained in this publication is not intended for users from other countries, such as US citizens and residents, where the offering of foreign financial services is not permitted, or where Robeco's services are not available. The prospectus and the Key Investor Information Document for the Robeco Funds can all be obtained free of charge at [www.robeco.com](http://www.robeco.com). Investment involves risks. Before investing, please note the initial capital is not guaranteed. The value of the investments may fluctuate. Past performance is no guarantee of future results. Historical returns are provided for illustrative purposes only. The price of units may go down as well as up and the past performance is not indicative of future performance. If the currency in which the past performance is displayed differs from the currency of the country in which you reside, then you should be aware that due to exchange rate fluctuations the performance shown may increase or decrease if converted into your local currency.

### Additional Information for investors with residence or seat in France

Cette présentation n'est donnée qu'à titre indicatif et ne présente aucune valeur contractuelle. Elle ne peut être diffusée, reproduite ou publiée partiellement ou intégralement à destination de tout tiers sans l'accord écrit préalable de Robeco. Ce document a été réalisé dans un but d'information uniquement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation en vue de la souscription d'instruments financiers ; l'investisseur étant seul juge de l'opportunité des opérations qu'il pourra être amené à conclure. Les données, issues de diverses sources internes et externes, sont communiquées dans un but d'information uniquement, sous réserve d'erreurs ou d'omissions. Avant toute transaction, l'investisseur doit s'assurer que les supports choisis correspondent à sa situation financière et à ses objectifs en matière de placement ou de financement, il doit prendre connaissance des prospectus de chaque OPC, comprendre la nature des supports choisis, leurs caractéristiques et leurs risques notamment de perte en capital. Les informations légales devant être remises avant toute souscription d'OPC, notamment les prospectus et Documents d'Informations Clés pour l'investisseur, sont disponibles auprès de Robeco France ou sur le site Internet [www.robeco.fr](http://www.robeco.fr). En rémunération de son activité de conseil et de distribution des OPC du groupe, l'entité en France percevra de la maison mère, en application de l'ensemble des règles édictées par le groupe Robeco en matière de prix de transfert, une commission :

- correspondant à 1/3 des frais de gestion appliqués aux parts de type institutionnelles et qui ne donnent pas lieu à commission de distribution (que percevrait les « clients » distributeurs comme les banques privées par exemple).
- correspondant à 2/3 des frais de gestion appliqués aux parts tout investisseur et qui, sous réserve de l'existence d'une convention, peuvent donner lieu à reversement d'une commission de distribution.

RIAM est une société de gestion de droit néerlandais agréée par l'AFM et ayant la libre prestation de service en France.

Robeco France est agréé par l'ACPR (RCS Paris 354.080.558 - CIB10683) en tant qu'entreprise d'investissement depuis le 28 septembre 2012.

# Discussion



**Nicolas ESCHERMANN,**  
*Membre du Comité Exécutif, Siparex*

# Débat avec la salle

# Agora de la Gestion Financière

*«l'investissement en actions non cotées»*

Lyon, le 27 septembre 2017

