

Cyril Demaria, HEIG-VD, EADA

« TRI : Pimp my performance »

Le TRI est sous le feu de la critique. Il pourrait à terme conduire les gérants à s'aliéner les investisseurs – et se brûler les doigts à la flamme des comparaisons de performance.

Dans un rapport publié par le Centre for the Study of Financial Innovation¹ (cf. n° 986, p. 19), Peter Morris explique que le taux de rendement interne (TRI) ne peut seul suffire à analyser la performance des fonds de private equity. Taxé de manque de rigueur, le rapport fut trop vite promis à l'oubli. La Directive AIFM a remis l'ouvrage sur le métier : en exigeant une évaluation tierce des portefeuilles, elle place mesure de performance et TRI au cœur des débats. Or, les erreurs abondent. Ludovic Phalippou² affirme ainsi que la performance des fonds de capital-investissement est inférieure à celle de la cote³. Comparer la performance des fonds de private equity avec des indices cotés n'a pas grand sens : ces derniers sont structurés sur une base passive, avec des biais (de secteur et de taille d'entreprise) importants. La cote est essentiellement un marché secondaire intégrant des informations économiques exogènes aux entreprises.

Le cœur des critiques

Le coût (liquidité) du capital engagé et non appelé est élevé : devant être



biographie

Cyril Demaria officie en tant que professeur à la HEIG-VD et à l'EADA. Il est également l'auteur de « Introduction to Private Equity », John Wiley & Sons, 2010, et de « Introduction au private equity », 3^e éd., Revue Banque, 2010.

à cinq ans. Elle peut néanmoins rester en portefeuille plus longtemps (par exemple, du fait d'une crise économique). L'effet de levier diminuant avec le temps (remboursement de la dette d'acquisition), il reste l'option de réendetter le holding d'acquisition et de distribuer des « profits anticipés » aux souscripteurs en période de faible liquidité. En 2010, 234 Md\$ de leveraged loans (contre 77 en 2009) ont été prêtés selon S&P LCD. 84 % de ces prêts sont liés à des entreprises détenues par des fonds de LBO.

L'enjeu : la création de valeur

Ce montage a deux conséquences :

- Il réintroduit du risque dans un LBO. Dans un montage classique, le risque principal se situe lors des premiers mois, lorsque l'effet

distribution anticipée de cash via un dividend recap peut à la fois augmenter le TRI et appauvrir l'investisseur. Dans l'exemple, l'investisseur réalise un TRI de 20 % en multipliant son investissement par 3 sans dividend recap, contre respectivement 26 % et 2,5 fois avec un dividend recap.

La réponse des gérants est que les souscripteurs préféreraient toujours la liquidité à un surcroît de performance. Cela reste à démontrer.

Analyse qualitative irremplaçable

Pour pallier les défauts du TRI, l'analyse de la performance de l'actif avant son acquisition, et après sa cession par le fonds, est déterminante. Ensuite, toute sous et surperformance face à l'objectif de rendement du souscripteur doit être analysée en détail. Une surperformance correspond implicitement à un excédent de risque dont il faut identifier la source et la justification. Enfin, l'analyse qualitative est seule apte à donner une image complète des risques encourus par le souscripteur. C'est celle-ci qu'il faut privilégier. ■

1. Morris (P.), Private Equity, public loss?, Centre for the Study of Financial Innovation, 96, 07/2010.

2. Phalippou (L.), « Beware of Venturing into Private Equity », Journal of Economics Perspectives, vol. 23, 1, Q4/2009.

3. Phalippou (L.) & Gottschalg (O.), « The truth about Private Equity Performance », Harvard Business Review, 12/2007.